
CARLOS
MELCONIAN
CANTAR
LA JUSTA
POR QUÉ LA ARGENTINA
NO CONSIGUE DAR EL
GRAN SALTO HACIA
ADELANTE
CARTA AL
FUTURO
PRESIDENTE
DEL PAÍS
Planeta

Índice de contenido

Cantar la justa

CARLOS MELCONIAN

Cantar la justa

Por qué la Argentina no consigue dar el gran salto hacia adelante.

Carta al futuro presidente del país

Melconian, Carlos
Cantar la justa / Carlos Melconian. - 1a ed. - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Planeta, 2019.
Libro digital, EPUB

Archivo Digital: descarga
ISBN 978-950-49-6875-7

1. Ensayo Económico. 2. Ensayo Político. I. Título.
CDD 338.982

Diseño de cubierta: Departamento de Arte de Grupo Editorial Planeta S.A.I.C.
Fotos del autor: Alejandra López

Publicado bajo el sello Planeta ®
Av. Independencia 1682, C1100ABQ, C.A.B.A.
www.editorialplaneta.com.ar

Primera edición en formato digital: septiembre de 2019
Digitalización: Proyecto451

Inscripción ley 11.723 en trámite
ISBN edición digital (ePub): 978-950-49-6875-7

A mi amor Mariela

A mis amores Diego, Juli, Agus y Vicor

A mis amorcitos Zoe y Lola

PRÓLOGO

Escribí este libro a partir de una doble convicción de toda la vida. La primera, que el rumbo capitalista, aperturista y alineado al mundo moderno es el más adecuado para un país como la Argentina. Y la segunda, que una macroeconomía sana y estable es la mejor apuesta al progresismo que cualquier gobierno puede hacer.

Respecto a mi convicción sobre el rumbo, con un mercado interno tan pequeño como el nuestro necesitamos, sí o sí, amplificarlo con los mercados externos para tener una mayor escala para producir y generar empleos. La Argentina es claramente un país de tamaño intermedio. No es Brasil por su tamaño interno. Ni Chile, obligado a salir afuera para crecer. Es, desde el punto de vista del «equilibrio» que hay que tener, un país con posibilidades para ambas cosas. Esta situación intermedia deja otro tema más para la discusión de sus dirigentes y la sociedad, porque claramente tiene ventajas y desventajas. Pero también es cierto que, a excepción de la ventaja comparativa en la producción de la que el país fue dotado, en el resto de su matriz le falta escala.

A su vez, con un mercado local de crédito muy pequeño y un mercado de capitales casi inexistente, se torna imprescindible tener acceso al mercado financiero internacional para aumentar nuestra capacidad de financiamiento e inversión. Pero, entiéndase bien, para mejorar capacidad e inversión, no para tomar deuda que tenga como principal destino el exceso de gasto corriente. En este punto, el de un riesgo-país normal, que es una puerta que abre el soberano, está aún en falta.

Creo que en estas ideas no hay Plan B. No tenemos opción. Cualquier alternativa contraria basada en razones ideológicas, estructurales, políticas o socioeconómicas, son pantallas de humo, entelequias sin sentido común, aseveraciones irresponsables. Por lo tanto, para la Argentina, estar fuera del mundo es definitivamente

un pasivo, un viaje directo a la decadencia. Esto no significa suicidarse ni desangrarse en el intento. Para aquellos que les cuesta más dar este salto, adaptarse a competir con mayores exigencias y amoldarse a las reglas organizacionales y financieras del mundo moderno, los gobiernos tendrán que disponer los instrumentos (temporarios) para una adecuación gradual. No podemos ser el País de Nunca Jamás de Peter Pan, donde nadie crece ni madura y todos viven sin ninguna regla ni responsabilidad.

Ahora bien, quiero decir también que un rumbo adecuado no implica automáticamente que la macroeconomía —o la economía diaria, para que se entienda (el dólar, la inflación, la tasa de interés, el salario, el consumo, etc.)— vaya mejor. Quiero aclarar y ratificar una diferencia tajante y esencial: hay puntos de contacto, pero son dos cosas distintas. Un rumbo adecuado puede convivir con una macro inadecuada. Ejemplo, el mejor acuerdo de comercio del mundo no arreglará los problemas propios de nuestra macro. Acertar con el rumbo no es sustituto de acertar con el programa económico. Son complementarios. No puede faltar ninguno de los dos.

Ahora sí, quiero referirme a mi segunda convicción, la de que una macroeconomía sana y estable es el mejor camino y el más progresista de todos. Es lo mejor que le puede pasar a la gente, al hombre común y muy especialmente a la gente de menores recursos. Definitivamente, una parte del altísimo nivel de pobreza que afecta actualmente a la Argentina tiene que ver con la estanflación heredada de 2012-2015. Por supuesto, además se le agrega la mala praxis macro de 2016-2017 y la crisis macro de 2018-2019. Pero está claro, por otra parte, que esta Argentina actual y sus dramas se incubaron con otras crisis macro de décadas pasadas. O sea, hay pobreza cíclica por culpa de la inestabilidad macro de estos años, pero también hay pobreza estructural acumulada generación tras generación por culpa de la resaca de nuestra inestabilidad macro histórica.

Es cierto que aun con una macro estable siempre flota la duda sobre si eso, por sí solo, hace crecer la economía y mucho más si ese eventual crecimiento logra derramar. Esto es, si con equilibrar los grandes números alcanza para que toda la gente esté mejor, especialmente los menos pudientes. Es cierto, y desde ya no

imposible, que la estabilidad por sí sola no genere derrame automático y amplificado. Pero también es un hecho que la Argentina nunca registró un período largo de estabilidad en serio y mucho menos entre dos administraciones diferentes y consecutivas. Por eso estoy seguro de que, sin estabilidad, con los recurrentes fracasos argentinos a cuestas, sin acumulación y sin ahorro y crecimiento no hay espacio ni para el progreso y ni siquiera para empezar a hablar de mejoras socioeconómicas ni de distribución más equitativa.

En conclusión, un rumbo capitalista sin bamboleos y una macro estructuralmente ordenada son dos pilares ineludibles para que un país progrese. Eso es progresismo y hacen falta ambos. Abundan los ejemplos cerca de nosotros, ya que la mayoría de nuestros vecinos están encaminados de acuerdo con estos dos preceptos. Van más allá de la camiseta de la administración a la que le toque actuar. El fracaso argentino abreva en que hemos deambulado con un rumbo pendular y una macro tremendamente inestable. Sin rumbo capitalista y sin macro sana no tenemos futuro.

Hace setenta u ochenta años estamos discutiendo las mismas cosas. Hace setenta u ochenta años hay doble discurso e hipocresía. Hace muchos años que escucho mucho más alineamiento y coherencia sobre lo que hay que hacer en privado, que luego hasta se lo niega en público. Por eso, por la falta de resultados ligada a esta conducta, la gente ha dejado de creer, y eso hoy es otro gran problema. Sabe, intuye que no le dicen la verdad y, desde ya, que hay siempre intereses contrapuestos. Esto no es solo entre empresas y sindicatos, entre capital y trabajo. Sino entre ellos mismos. Y lo mismo vale para dirimir esos intereses en la justicia. En las diferencias «micro», pero también en el equilibrio «macro» de lo que es justo. Por lo tanto, hay que decirle la verdad a la gente, hacer que vuelva a creer. Volver a recuperar el valor de la palabra y los compromisos sería entonces parte de la solución.

Desde el mismo 10 de diciembre de 2015, no bien asumió, el presidente Macri alineó a la Argentina al rumbo capitalista moderno. Fue un paso fundamental. Pero, al mismo tiempo y al día de hoy, no ha conseguido estabilizar la macroeconomía y salir de una estanflación de varios años. Él mismo lo ha reconocido y aceptado públicamente. El proyecto avanzó rengo: con una sola

pata (el rumbo) y sin la otra (un programa macroeconómico consistente que estabilice la macro).

Quiero mostrar, además, en este escrito, que el programa macro al cual hago referencia va más allá de mantenerse dentro de la órbita de acuerdos con organismos internacionales que, a cambio de préstamos de última instancia, cuando se cierran los mercados plantean inexorable y casi justificadamente sus exigencias. Se presenta aquí, en el último tramo, un conjunto de ideas que van más allá de la armonía y la recomendación de seguir en buen camino con estos organismos.

Este libro trata justamente sobre el devenir económico del cuatrienio 2016-2019: básicamente, qué se recibió, qué se hizo y qué queda por hacer.

La primera parte analiza cómo el gobierno del presidente Macri decidió enfrentar la pesadísima herencia económica, política y macroeconómicamente hablando. En la segunda, se adentra en la primera mitad del mandato (2016-2017), hasta el triunfo oficialista en la elección de medio término de octubre de 2017. La tercera evalúa el período postelectoral: qué hizo el gobierno con el triunfo en la mano, que duró muy poco. La cuarta parte va de lleno a la crisis cambiaria y financiera de 2018-2019, sus causas, consecuencias y secuelas. Al final, me tomo el atrevimiento de escribir una carta para el presidente que asuma el 10 de diciembre de 2019.

Como es de rigor, primero efectúo una serie de agradecimientos. En primer lugar, a mi familia, que desde siempre, además de haber entendido y compartido mi pasión por Racing, entienden y aceptan que hubo y seguirá habiendo muchas horas de mi vida por esta pasión de tratar de entender cómo se puede ayudar a que definitivamente la Argentina sea un país normal. Siempre están. Siempre entienden. Son claramente un ancla insustituible. En segundo lugar, a mi hermano de la vida, Rodolfo Santangelo. Cumplimos 28 años de «socios», interrumpidos solo en 2016, dado mi paso como presidente del Banco de la Nación, pero nos conocemos hace más de 40, dos tercios de mi vida. No solo se trata de una cuestión de afecto de dos personas que, más allá de convivir en la diaria prácticamente sin fisuras, lo hacen desde hace 40 años. Se trata además del afecto, del respeto y agradecimiento a todo lo

que «el Negro» me ha enseñado y compartido de su talento único en todos estos años. Por supuesto, está también todo el equipo, no solo de economistas sino de todos los chicos que ayudaron y ayudan a M&S Consultores, primero, y MacroView, después. Ni Rodolfo ni yo hubiéramos llegado hasta aquí sin todos ellos.

Dentro de este agradecimiento, quiero expresar uno muy particular para Pablito Goldin. Crack de verdad. El tipo con el cual, con solo mirarnos, ya nos entendemos, ya sabemos hacia dónde vamos. Además, un Señor con mayúsculas en la vida. En lo profesional, en particular, sin su ayuda hubiera sido imposible escribir en soledad estas ideas. Por supuesto, más allá de lo comentado, asumo personal y enteramente la responsabilidad por cualquier error que se haya deslizado.

Mi agradecimiento final a la vida y a sus desafíos, porque es de las cosas más lindas que enfrenta el hombre.

CARLOS MELCONIAN

PRÓLOGO

POR PABLO GOLDIN

Conozco a Carlos Melconian desde hace exactamente 20 años. A partir de octubre de 1999, trabajo con él y con Rodolfo Santangelo: intentamos entender, simplificar y pronosticar la economía argentina. Definitivamente, una misión complejísima, casi imposible. Pero, humildemente tengo que decir que no lo hacemos mal. Al menos no morimos en el intento. Todo lo contrario: acertamos más de lo que erramos, que no es poco. Además, la pasamos bien, hacemos lo que nos gusta. Cada uno con su estilo, con sus habilidades, con sus responsabilidades.

Carlos y Rodolfo tienen un método (que generosamente me han inculcado y transmitido con los años), cuya sigla distintiva es MO-MO. Primero y por sobre todo está la «M» de *macroeconomía*: el conocimiento, la rigurosidad, la no improvisación, aun transmitiendo con sencillez. La primera «O» es de *oficio*: al conocimiento, de tanto en tanto, le viene bien una cuota de «muñeca», de experiencia, de «cocina». La segunda «M» es de *memoria*: la historia es sabia, las cosas se repiten; especialmente en la Argentina, la historia ilumina porque somos de recaer en los mismos errores y, por qué no, en los mismos aciertos. Y la segunda «O» es de *olfato*: al conocimiento, la «muñeca» y la memoria siempre les viene bien una dosis de intuición, de «estómago». Por supuesto que para que funcione, el método MO-MO requiere mucha dedicación, mucho esfuerzo, muchas horas de trabajo. Y siempre tener los pies sobre la tierra. Sin esto último, no hay nada. En esto, Carlos y Rodolfo son tanto o más especialistas que en macroeconomía. Doy fe de ello.

Con el MO-MO, compartí con ellos los últimos 20 años de macro argentina. El *overshooting* de ortodoxia económica de la Alianza UCR-Frepaso, que fue una cabalgata en el desierto y terminó con el

«bombaje» del FMI (mitad bombero, mitad blindaje, que con el diario del lunes fue puro bombero). El paso fugaz de Ricardo López Murphy y la convulsionada gestión de Domingo Cavallo. El quiebre institucional y social de fines de 2001, la explosión de la Convertibilidad, el aplaudido *default*, la pesificación y la megarrecesión con hiperdesempleo y profundísima pobreza. El período de «Alicia en el País de las Maravillas» 2003-2007, que parecía omnipotente e inmune a todos los males, pero fue el germen de los desbalances macro que heredó, fecundó y profundizó, aunque no le explotó, al gobierno de ocho años de Cristina Fernández. Y finalmente, el cuatrienio 2016-2019 del que no voy a decir nada porque es justamente el objetivo de análisis de este libro.

Fui un testigo privilegiado de cómo Carlos y Rodolfo intentaron persuadir y convencer a los principales referentes políticos del gobierno para que el 10 de diciembre de 2015 tuviera un arranque de política económica diferente. No lo lograron. Nunca se sabrá cómo hubiera sido la historia con un plan alternativo. Es algo incontrastable, incomprobable. Sí soy consciente de que era un plan ambicioso, integral, nada ingenuo y con los pies sobre la tierra. Estaba hecho, por supuesto y como corresponde, con el método MO-MO (conocimiento, «muñeca», el saber de la historia y un poco de olfato).

El 10 de diciembre de 2019 se abre una nueva oportunidad para la Argentina, institucional, organizacional, macroeconómica y, fundamentalmente, para la gente. Cualesquiera sean el próximo presidente y su equipo económico, mi deseo y humilde recomendación es que adopten el método MO-MO de Carlos Melconian y Rodolfo Santangelo. Yo creo que rendiría sus frutos.

PRÓLOGO

POR RODOLFO ARTURO SANTANGELO

Nos conocimos con Carlos en la Facultad en 1979: primer cuatrimestre, Matemáticas para Economistas. Nos reencontramos a principios de los ochenta, trabajando como profesionales recién recibidos en el BCRA, por entonces la mejor escuela de formación de economistas. Él fue designado en el área externa y balanza de pagos y yo, en la interna, monetaria y bancaria. Fuimos rivales en algún partidito de fútbol Di Tella versus CEMA. Pero el flechazo vino en febrero de 1988, cuando fuimos invitados a un seminario de tres semanas en Bariloche. Nuestro primer trabajo conjunto fue sobre la macroeconomía de la deuda externa, él ocupado de los aspectos externos y yo, de los internos.

A fin de ese año, yo estaba trabajando en el Estudio Broda cuando Miguel Ángel me pidió que trajera otro profesional para coordinar al equipo. Mi primera selección fue Carlos y, aunque me costó convencerlo de dejar el Banco Central, esa fue la primera vez de varias en que valoraría más mi opinión que la de varios que le recomendaban no arriesgarse al cambio. Ahí empezamos dos años y medio inolvidables de nuestra carrera, a tal punto que no habría una sola semana en los siguientes 30 años donde al menos una vez no recordáramos alguna anécdota.

El 7 de octubre de 1991 iniciamos M&S Consultores en la cocina de su casa, sin clientes pero con un gran entusiasmo por lo que estaba por venir. La realidad superó con creces cualquier expectativa.

Solo nos separamos de común acuerdo en diciembre de 2015, cuando el presidente Macri le ofreció la presidencia del Banco de la Nación y yo inicié con otros profesionales MacroView S.A. La amistad continuó inalterada, pero profesionalmente construimos una muralla y ninguno de los dos se inmiscuyó en las tareas del

otro. Hasta que en enero de 2017 se apareció sorpresivamente en la oficina para preguntar si había lugar para él.

En todo este tiempo fui testigo privilegiado de la pasión que pone en el ejercicio profesional. Este libro es un Melconian en estado puro. Que nadie le pida una rabona o un taquito inútil para el lucimiento personal, no es lo suyo. Carlos es puro temperamento, liderazgo, iniciativa, sano inconformismo. Es el típico centro half que sabe jugar al fútbol pero, sobre todo, hace jugar y potencia a sus compañeros, liderando, gritando, con alguna palabrita de más pero siempre de buena fe, trabando con la pierna fuerte, de frente, jamás con los tapones de punta y mucho menos con la zancadilla artera de atrás.

De reojo vi cómo fue escrito, «a lo Carlos». Ocupándose del libro y, simultáneamente, de veinte cosas al mismo tiempo, interrumpiendo reuniones por otras que estaban pactadas a la misma hora, hablando por celular y encargando la carne para el asado del fin de semana.

Lo suyo es la economía al servicio de la realidad. Que nadie busque argumentos sofisticados para que lo discutan los únicos tres que lo pueden entender. Va rápidamente al grano, con mensajes claros y contundentes, para que lo entiendan sus dos posibles destinatarios: los empresarios clientes y los políticos encargados de arreglar los problemas de nuestro querido país.

Como cuenta en el libro, a lo largo de 2015 se preparó intensamente por si ocurrían dos eventos sucesivos: si Mauricio Macri era electo presidente y si le ofrecía ser ministro de Economía. Nunca se puso a calcular qué probabilidades había de que ocurrieran los dos eventos simultáneamente. Nunca se quejó por la carga de seguir trabajando en el estudio y, al mismo tiempo, preparar un programa económico. Dos trabajos *full time* no es demasiado para alguien que hace todo *full time*. Porque lo único que no se permitiría sería que eso ocurriera y no estuviera preparado y a la altura de las circunstancias. Al lado de esa personalidad avasallante hay una persona profesionalmente humilde que forma equipos con especialistas que saben más que él, para aprender y sacar lo mejor de los mejores. Buscó expertos en todos los temas con la sola condición de que sean buenas personas, honestas y con ganas de trabajar.

No conozco nadie que valore y sepa trabajar en equipo como Carlos. Obvio que la primera exigencia al equipo es que trabaje, no que improvise, subestime o venga con propuestas no suficientemente discutidas. Te escucha, te refuta, te dice que lo que pensás está mal, que lo mejores y, al final, se hará padre de la idea que en la primera reunión te dijo que no servía. Así es Carlos, tómalo o déjalo.

Nunca vi esa capacidad de trabajo en ningún otro profesional. Es incansable. Es el Bilardo de la economía, trabaja 7 × 24, y es capaz de mandar a Ruggeri, durante una fiesta de casamiento, a bailar al lado de Careca para saber cómo marcarlo mejor en un córner. Sabe tomar riesgos, pero no es un aventurero. Tiene ideas firmes, pero no está casado con ninguna ideología.

Este libro tiene un foco inexorable en el pasado, para saber de dónde venimos y dónde estamos. Pero tiene en la cabeza el futuro, sobre todo para el post 10 de diciembre, cuando se inicie un nuevo mandato presidencial. Como mínimo, debería servir como un gatillo para encontrar soluciones a los problemas, un mensaje de alguien apasionado que va a defender a muerte sus convicciones pero sin creerse dueño de la verdad. No tengo dudas de que es un honesto aporte al servicio de nuestra patria.

EL COMIENZO CON EL INGENIERO MACRI

Mi relación con el ingeniero Macri data de 2006. Por ese entonces, él era presidente de Boca y entiendo que ya estaba pensando seriamente en la posibilidad de lanzarse a la política. Yo, por mi parte, llevaba 24 años de graduado (licenciado en Economía en la Universidad de Buenos Aires) y 21 de master en Economía (Instituto Torcuato Di Tella). Además, ya tenía 15 años de socio con Rodolfo Santangelo, interrumpidos por mi paso en 2016 por el inolvidable Banco de la Nación Argentina, único año de mi vida en que fui funcionario público, en 37 años de carrera profesional.

En ese tiempo, recuerdo habernos cruzado en la grabación de un programa de cable de deportes. Muy afectuosamente, Mauricio me invitó un café. «Me contás un poco cómo ves todo», me dijo. A partir de ese momento, nuestra relación, más o menos intensa, nunca se interrumpió.

Acompañé al «candidato» muy intensamente, en especial los fines de semana, durante la campaña de cara a las elecciones de 2015. El contacto con la gente es de las mejores cosas, si no la mejor, que he rescatado de mi perfil político.

Participé a pedido de Mauricio como parte de su equipo de campaña (además de haber sido previamente candidato a senador nacional en 2007 y precandidato a diputado nacional en 2013) en Fundación Pensar, por entonces el *think tank* del PRO. Nunca ocupé cargos ni en la ciudad ni en Pensar. Profesionalmente hablando, con el equipo de gente que me acompañaba (en paralelo a Fundación Pensar, pero blanqueado, por supuesto) teníamos una visión de programa económico y de soluciones más «integral» respecto a lo que terminó saliendo el 10 de diciembre de 2015. No se trataba (nunca existió semejante disparate) de shock versus gradualismo, ni de pesimistas versus optimistas, como he leído por ahí tantas veces, sino de consistencia e integralidad.

La metodología de trabajo de Pensar era tratar a la economía

con un enfoque sectorialista. Inicialmente, pensé que se trataba de una división de tareas para encarar un trabajo global. Pero luego me fui dando cuenta de que teníamos visiones diferentes. A nuestro juicio, el centro de un programa económico es la macroeconomía como materia, y en aquel momento estaba confundida como una pegatina y refrito sectorial que se «hace ya al final, cuando faltan dos semanas». Pienso, además, que tampoco la debe ejecutar un superministro. Alcanza con un ministro de Economía. Es ni más ni menos que lo que existe en casi todos los países del mundo.

Por lo tanto, deseo ratificar, a través de este escrito, por enésima vez, que no se trata de una cuestión de egos ni estrellatos, sino de la normal interpretación de lo que es la macroeconomía como materia en el concierto mundial. Esa sería, diría yo, la principal diferencia.

Como iba a terminar sucediendo, estas diferentes visiones de cómo encarar los problemas quedaron absolutamente al descubierto hacia el final de la campaña de 2015 y, por supuesto, en tren de adoptar una tesitura más ligada a lo que hay que decir en una campaña, y no al verdadero diagnóstico y a lo que uno propone hacer acorde con él, quedé relegado. Alfonso Prat-Gay —con quien nunca me había cruzado en Pensar— y Rogelio Frigerio quedaron como los referentes económicos para ir a la tevé y a los medios en general. Lejos de sentirme molesto, lo que menos quería era interferir en el camino al éxito que se veía venir y por el que tanto habíamos trabajado: Macri presidente. Me alcanzaba con tenerlo informado, como corresponde al candidato.

Sentía alivio. No por la presión que genera tener que enfrentar al periodismo, la tevé o la propia oposición durante una campaña. Sino que, tal como me ocurre ahora, no estoy dispuesto a mentirle a la sociedad argentina. Me gusta hablarle a la gente y, si hace falta, explicar una y mil veces los porqués. Obvio que me equivoco, como todos. Sin fundamentalismos. Pero las cosas son así. Aprendí desde muy chico, yendo a comprar al fiado al almacén de mi barrio, por encomienda y consejo de mi madre, que el «crédito», que es una palabra muy amplia pero significa siempre lo mismo, es un activo que se tarda mucho en ganar y que uno nunca debe perder.

Asumido el gobierno del presidente Macri, nos encontramos con la herencia que sospechábamos. Nadie que me haya escuchado entonces puede decir que no lo sabíamos. Recuerdo que en mis

intervenciones presentaba «la herencia» a recibir como una crisis como la que pocas veces había visto en mi carrera profesional. Un país con un nivel de descapitalización generalizado, una crisis de carácter asintomática y que arribó al 10 de diciembre de 2015 sin «explotar», con lo que eso significa «culturalmente» para la sociedad en su proceso de aprendizaje de los problemas. Pero una sociedad donde, si las cosas explotan, no se discute más. Pero, si no… Por eso, al día de hoy se sigue discutiendo, increíblemente, si el país «estaba tan mal como se decía», dado que no explotó en 2015 como en la híper de 1989 o en 2001.

El gobierno asumió el 10 de diciembre de 2015 en una situación institucional muy particular, en la que la presidenta saliente no aceptó entregar formalmente el mando. Personalmente, el presidente Macri me honró con el cargo de presidente del Banco de la Nación. Asumí formalmente el 23 de diciembre, casi dos semanas después que el resto debido al desorden operativo que encontré en el banco. Juzgar cómo nos ha ido en el Nación no es tema de este libro. Dejé el cargo el 19 de enero de 2017 (un año más tarde) y, tal como dije en mi discurso de despedida, no porque hubiese querido irme, sino porque eran evidentes mis diferencias e incompatibilidades, en especial, con la Subjefatura de Gabinete. Es más, me pidieron el cargo con la excusa de darle homogeneidad a un equipo que, como veremos a lo largo de este libro, nunca existió.

Lamentablemente, al final el tiempo nos dio la razón. La herencia era «hecha y derecha». Y si algún problema ha tenido el gobierno de Cambiemos, ha sido de índole macroeconómica. Esperemos no cometer el mismo error a futuro.

PARTE I

La decisión política de cómo enfrentar la «pesada herencia»

1

CON LOS PIES SOBRE LA TIERRA VERSUS «DON'T WORRY, BE HAPPY…»

Cuando Macri ingresó a la Casa Rosada el 10 de diciembre de 2015, era consciente de que lo esperaban desafíos complejos y muy delicados, con los cuales tendría que lidiar posiblemente durante todo su mandato. «Si nos va bien, corregir este lío va a llevar como mínimo dos administraciones. La graduación sería que, quien venga después, siga el mismo camino…». Recuerdo parte de nuestra conversación.

Por empezar, estaba el desafío histórico de convertirse en el primer presidente no peronista de la era democrática capaz de mantener firmes las riendas de la gobernabilidad y terminar su mandato en tiempo y forma. En aquel principio merodearon desde el minuto cero los recuerdos del adelantamiento de la entrega del mando de Raúl Alfonsín a Carlos Menem en 1989 y el «fantasma del helicóptero» de 2001 que se llevó puesto al gobierno de Fernando de la Rúa.

Superpuesto con la gobernabilidad, estaba el complejísimo desafío económico de acertar con el programa que pudiera desactivar la bomba de tiempo que le había dejado sin explotar el gobierno anterior. Una enorme crisis de tipo asintomático que había que desarmar a un costo político y social tolerable. Entre muchas otras cosas, el dólar y las tarifas públicas estaban superatrasados (en niveles ridículos), el fisco y el sector externo totalmente desbalanceados, cepo cambiario y reservas netas negativas en el BCRA, una parte de la deuda pública en litigio, el sistema energético atado con alambres, el sistema previsional quebrado (igual que el BCRA), sentencias de la Corte Suprema sin cumplir y una estanflación arraigada. Uno de los peores combos de la historia, pero sin explotar. Obviamente, son todas referencias de carácter

económico. Desde ya, está todo el resto «no económico» que no será un tema de tratamiento de este libro.

El arranque económico del gobierno de Macri presentaba, entonces, una gran diferencia respecto a los inicios de Menem y de Néstor Kirchner. El corazón de los males macroeconómicos heredados (elevado déficit fiscal y precios relativos desalineados) no se corrigió «de una, a la Argentina»: ni con megadevaluaciones, ni con megainflaciones licuadoras, ni con megadefaults, ni con «Planes Bonex», ni con corralitos. Ni la propia realidad ni «un ministro» hicieron que la bomba estallara antes, durante la transición o al comienzo de la nueva administración.

Lo positivo de que no haya habido caos macro fue que no hubo un hundimiento del PBI ni una hiperinflación (sí hubo una nueva y rara enfermedad para la Argentina: estanflación). Lo dificultoso fue que, «sin corrección de una», cuesta más bajar el déficit fiscal y acomodar los precios relativos. Además, no hay *catch-up* del PBI para una rápida recuperación en caso de éxito, porque no hubo hundimiento previo que dejara demasiado *output-gap*. No estaban disponibles las reactivaciones «sanadoras» al 8-9% anual. De nuevo, una cosa «rara y nueva» para la Argentina.

Salir de un caos macro como en 1989-1990 o 2001-2002, cuando todo estaba colapsado, no era sencillo. Requería primordialmente poder político y un conjunto de medidas macroeconómicas de sentido común. Por el contrario, salir de una estanflación (muchas bombas que no estallaron) hubiera requerido un programa económico muy consistente, respaldado con mucha convicción política. Cosa que no ocurrió.

En tercer lugar, tenía que abordar estos dos desafíos (la gobernabilidad y la bomba de tiempo económica) con más del 30% de la población sumergida en la pobreza y otro gran resto fatigado por cargar a cuestas nueve años de alta inflación (desde 2007) y cuatro de estancamiento económico (desde 2012). Hasta 2010-2011, el kirchnerismo gobernó a fuerza de resultados: reactivación con empleo y mejora del salario real (la inflación fue subiendo hasta ponerse molesta, pero no se escapaba y el bolsillo de la gente estaba compensado). Desde 2011-2012, fue un kirchnerismo sin resultados porque irrumpió de lleno la estanflación.

Por lo tanto, el programa de gobierno del 10 de diciembre de 2015 iba a tener que ser políticamente viable, socialmente tolerable y económicamente consistente. Había que entrelazar las tres cosas, era imperioso abordar los tres planos sin subestimar ninguno. Si el programa era políticamente viable y socialmente tolerable, pero económicamente inconsistente, iba a ser efímero. Si era viable y consistente, pero intolerable, iba a ser traumático. Si era tolerable y consistente, pero no pasaba la valla de la política, iba a quedar trunco.

No es para nada raro ni excepcional que en la Argentina un presidente arranque condicionado por el karma económico de la «pesada herencia». Es un evento recurrente; una especie de carga pública. Traspasar una administración relativamente ordenada, sin urgencias ni incendios que apagar, fue la excepción a la regla.

Casi todos los mandatarios, cuando asumen, encuentran pocos pesos en las arcas del Tesoro, pocos dólares en las reservas del Banco Central y deudas sin pagar. O cuando menos alguna de estas cosas, las pocas veces que hubo una excepción. No bien se instalan en el despacho presidencial, lo prioritario, lo urgente es conseguir plata (pesos y dólares) para pagar gastos corrientes y/o deuda pública por vencer. La zambullida en la inmediatez del día a día es automática. Ante las premuras financieras, es muy fácil caer en la tentación de recurrir a la «maquinita» de emitir pesos, manotear las pocas reservas en dólares que pudieran quedar en el Central o lanzarse a un raíd de endeudamiento (si el mercado de capitales estuviera disponible).

El gran problema es que los faltantes de caja en la Argentina no suelen ser transitorios. Son déficits fiscales estructurales, permanentes, con presiones tributarias asfixiantes, que igual no dan abasto para financiar niveles de gasto público gigantescos y muy difíciles de bajar. Una de las cosas que más hemos recalcado, y que recuerdo haber manifestado innumerable cantidad de veces en la previa al 10 de diciembre de 2015, fue que lo peor de la herencia en materia fiscal no era «solo» el «X%» del PBI de déficit. Sino que, además, era con una inédita presión tributaria. Esa presión tributaria récord y el nivel de gasto primario récord de 2015 conformaron una de las peores herencias fiscales de la historia. Con el agravante de que, a diferencia de otros momentos del pasado,

más de la mitad del gasto no es licuable por la inflación. Lo que para el bolsillo de jubilados y beneficiarios de planes sociales es un atenuante, para el ordenamiento macroeconómico y el equilibrio fiscal que pide el sentido común —como diría el expresidente de Chile Ricardo Lagos— es un escollo severo.

Así, las necesidades financieras (en pesos y en dólares) suelen transformarse en bolas de nieve con una carga creciente de intereses a pagar. Que un presidente asuma «con un ajuste y una devaluación bajo el brazo» fue y sigue siendo moneda corriente en la historia argentina.

Además de la premura por «juntar caja», los presidentes reciben casi siempre un país que no crece y/o con alta inflación. Son las consecuencias directas del desorden macro. Alfonsín recibió alta inflación, Menem hiperinflación y recesión, De la Rúa recesión, Duhalde-Kirchner depresión, Cristina Fernández inflación y Macri estanflación.

En otros tiempos, un gobierno recién asumido podía alegar que la «pesada herencia» era más pesada que lo imaginado previamente. Que los números estaban peor de lo esperado. Que el déficit fiscal era mayor, que había deudas ocultas sin pagar, que había menos reservas en el BCRA, etc. Eran épocas de menor información, menor transparencia, fuentes confusas y parciales, poco training en el manejo de las estadísticas, con un Indec poco tecnificado, cuentas nacionales poco desarrolladas y cuentas internacionales incompletas.

En la actualidad, es raro desconocer o errarle al peso de la herencia y al tamaño de los desbalances macroeconómicos recibidos. Hoy es más difícil encontrarse con esqueletos en el ropero. Es cierto que el traspaso del mando de Cristina Fernández a Mauricio Macri fue «incivilizado» (ni siquiera hubo traspaso formal) y que tampoco hubo traspaso de información de los ministerios. Recuerdo haber asumido la presidencia del Banco de la Nación recién el 23 de diciembre de 2015 por razones administrativas burocráticas. El Nación era presidido por su vicepresidente en ejercicio, con varios claros en su Directorio. También es muy cierto que el Indec 2007-2015 fue una fuente de estadísticas parciales, distorsionadas e inverosímiles. Sin embargo, era conocido (siguiendo estimaciones privadas serias) que la inflación de esos

años merodeaba el 25-30% anual, que las reactivaciones de esos tiempos eran menos fuertes y las recesiones más pronunciadas, que el superávit comercial era menor y que la pobreza afectaba a alrededor del 30% de la población. A su vez, el BCRA y el Ministerio de Economía proveían estadísticas brutas fiscales, monetarias y externas en volúmenes razonables. Por lo tanto, si los primeros pasos del 10 de diciembre de 2015 fueron fallidos y se abusó del proceso de «prueba y error», fue más por subestimar los desafíos que por desconocer sus magnitudes.

La «pesada herencia» de 2015 podría sintetizarse en diez fojas: i) cuatro años de estancamiento económico (PBI 2015 = PBI 2011); ii) nueve años de inflación de dos dígitos anuales (bien medida, 25% promedio anual); iii) un déficit fiscal primario 2015 del sector público consolidado de más de 5 puntos porcentuales del PBI (entre los cinco más grandes de la historia, con gasto público y presión tributaria récords); iv) la «maquinita» del BCRA funcionando a pleno (financiaba dos tercios del déficit primario); v) una fuerte necesidad de pesos para 2016, ya que al déficit primario se iban a sumar $ 90 MM de pagos de deuda pública, $ 90 MM de intereses de Lebac del BCRA y un monto indefinido de pérdidas del BCRA en el mercado de dólar futuro (que se cancelan en pesos); vi) una fuerte necesidad de recomponer reservas, dado que las netas eran negativas (reservas netas negativas significaba que los dólares que el BCRA vendía en el mercado cambiario oficial y los que usaba el Tesoro para pagar deuda pública no eran del BCRA, sino dólares que respaldaban los depósitos bancarios de la gente); vii) un déficit de la cuenta corriente externa de más de 2 puntos del PBI, a pesar de las muy bajas importaciones (pisadas con las «DJAI»), (*) la prohibición de remitir utilidades al exterior y un turismo reprimido con el gravamen del 35% y los cupos de la AFIP; viii) un tipo de cambio real (oficial) entre los cinco más bajos de la historia argentina (similar al promedio de la Convertibilidad); ix) un atraso tarifario insostenible, con precios de la electricidad, el gas y el transporte público ridículos (la contracara eran 4 puntos del PBI en subsidios: 85% del costo real de generar electricidad, 80% del costo de transportar un pasajero en colectivo en el AMBA y 70% del costo de producir gas estaban a cargo del Estado vía los subsidios) (ver cuadro 1); x) un aislamiento financiero internacional con parte de

la deuda pública en litigio en los tribunales de Nueva York.

Cuadro 1. La «pesada herencia» de 2015

Diez fojas que la explican:
• Cuatro años de estancamiento económico.
• Nueve años de inflación de dos dígitos anuales.
• Déficit fiscal primario 2015 del sector público consolidado mayor a 5 puntos del PBI.
• La «maquinita» del BCRA.
• Fuerte necesidad de pesos para 2016 (déficit primario + pagos de deuda + intereses de Lebac + pérdidas del BCRA por dólar futuro).
• Necesidad de recomponer reservas (reservas netas negativas).
• Déficit de cuenta corriente de más de 2 puntos del PBI.
• Tipo de cambio real (oficial) entre los más bajos de la historia.
• Atraso tarifario insostenible.
• Aislamiento financiero internacional con parte de la deuda en litigio en los tribunales de Nueva York.

Fuente: MacroView.

Con este panorama, cualquier anuncio de campaña acerca de que la política macroeconómica iba a continuar siendo la misma después del 10 de diciembre de 2015 (como afirmaba el candidato del Frente para la Victoria) era claramente una promesa con patas cortas.

Frente a semejante desafío de política económica (bajar el déficit fiscal, bajar la presión tributaria, subir las tarifas, reforzar las reservas del BCRA, mejorar el tipo de cambio, resolver el litigio de la deuda en los tribunales de Nueva York, desmantelar el cepo, etc., etc.,), sin que la bomba explotara y sin tirar de la soga de la conflictividad social ni de la gobernabilidad, en el entorno del entonces candidato a presidente Macri compitieron dos posturas filosóficamente opuestas. Una enarbolaba la bandera de «tener los pies sobre la tierra» y la otra, el «Don't worry, be happy…».

Más allá de las diferencias de contenido, secuencia, instrumentos y *timing* entre ambas posturas, el planteo de cómo encarar el problema económico en sí era filosóficamente distinto.

La postura de «los pies sobre la tierra» tenía una posición conservadora, cauta, realista, lucía cuasipesimista. La filosofía era «prepararse para lo peor y, si después la cosa no venía tan mal, mejor…». Prefería sobrestimar, antes que subestimar los desafíos y las dificultades. Trabajar sobre la base de menos recaudación y no más, menos rebajas impositivas y no más, menos obra pública y no más, menos financiamiento y no más, menos respuesta de la inversión y no «lluvia de inversiones». Hacia 2016, el escenario base era de recesión: «firmaba» un -2% de PBI. Con los pies sobre la tierra y visión pragmática, siempre se intentó convencer de que una economía de mercados y precios libres no podría funcionar adecuadamente arrastrando los mismos números macro desbalanceados que la anterior economía de cepos y regulaciones. Los números macro «heredados de antes» bajo el marco de la libertad económica de la oferta y la demanda podía ser una combinación traumática. Dada la macro heredada, era más prudente ir de a poco, sin desmantelar completamente las regulaciones el primer día (incluso los cepos). La libertad de los mercados tenía que ser el punto de llegada (cuanto más rápido, mejor) y no el punto de partida de un programa.

La otra postura filosófica (el «Don't worry, be happy…») era lo opuesto: un canto al optimismo sin ningún fundamento, tendencia a relativizar las posibles dificultades y los errores de cálculo que pudieran surgir sobre la marcha, apostando muchas fichas al cambio de expectativas, a que la mayor confianza y el giro de 180 grados en el rumbo económico que iba a ensayar el presidente Macri desplomaría el riesgo-país y generaría un *boom* de inversiones, financiamiento e ingreso de capitales. Esta postura trabajaba para 2016 con un escenario de reactivación económica (PBI + 1%) y una tasa de inflación de 20-25%. Motorizó levantar el cepo y unificar el mercado cambiario desde el día uno. En la prisa por liberalizar, subestimó el traslado a los precios de una suba del tipo de cambio (bajo la premisa de que «this time is different»). Esto gestó una aceleración inflacionaria en el primer año que, a la postre, condicionó y complicó el resto del período de gobierno de Cambiemos.

A la hora de decidir entre las dos posturas, el núcleo político de Cambiemos optó por la más optimista. «Compró» el shock de

confianza y el cambio de expectativas, la libertad inmediata de los mercados, las rebajas impositivas y el financiamiento como pulmón de la estrategia. Apostó por la estrategia política de alivianar la herencia «financiando los problemas» y esperando que la reactivación fuera resolviendo los desbalances macro. Fue una reacción casi instintiva. Bajo la lógica de la política, «con los pies sobre la tierra» no era la postura más atractiva. Podía generar demasiada turbulencia política y mucho desencanto social. Es una decisión muy fácil de criticar con el diario del lunes, pero era muy difícil de tomar metiéndose en la piel del Presidente el 10 de diciembre de 2015.

Lo explicado en los últimos dos párrafos desmiente con contundencia lo que se había popularizado en aquellos tiempos acerca de dos visiones: shock versus gradualismo. No solo se trataba de una discusión pública. Algunas visiones y textos originados en el oficialismo daban cuenta de estas dos posturas sobre shock versus gradualismo. La realidad es que la discusión interna que se dio durante largos meses era consistencia versus inconsistencia de un programa económico. Al final, la inconsistencia terminó siendo lo opuesto a lo recomendado alternativamente: un shock monetario con laxitud (inacción) fiscal.

› En el momento de definir los modelos, recuerdo las presentaciones en Pensar. Fueron tres. Hablaron Eduardo Levy Yeyati, Federico Sturzenegger, y a mí me tocó presentar la nuestra, complementado por Rodolfo (Santangelo). Le pedí a Nico Dujovne (que nos ayudaba en la parte de hacienda pública del programa) que presentara lo que iba a ser la parte fiscal del programa integral, que él mismo había preparado, en ingresos y gastos. Nos acompañaron también, en el programa económico alternativo, con sus aportes e ideas: Enrique Szewach, Hernán Lacunza (a quien también le pedimos una partecita del programa integral referido a la Carta Orgánica del BCRA, dado que había trabajado como gerente general en el banco), Javier Ortiz Batalla, Luis Secco, Marcelo Blanco, Ariel Sigal, Facundo Martínez, Claudio Mauro, Norberto López Isnardi. Los propios Nico Dujovne y Pablo Goldin. Referentes del área eran también

Rogelio Frigerio, quien manifestó desde el inicio su intención de autoexcluirse del supuesto cargo de ministro del área económica, y también Alfonso Prat-Gay, de quien, insisto, personalmente nunca supe nada. Ni siquiera, si tenía algún programa en mente.

No puedo opinar de Levy porque nunca entendí lo que presentó. Se hacía muy difícil seguirlo. Lo atribuyo enteramente a mi capacidad de entendimiento. Federico entendía de macroeconomía, no era ese el problema. Tenía, además, la capacidad personal de aceptar sin discutir el esquema sectorialista de Pensar. Pecaba de subestimar lo que luego la realidad le enrostró: la gravedad de la crisis. El título de su presentación lo decía todo: «Don't worry, be happy». Finalmente, el nuestro era claramente el más temeroso y conservador, aconsejaba empezar con los pies de plomo, y en materia monetaria, paradójicamente el más gradualista (al revés de la propaganda ortodoxa que me atribuían): desaconsejaba el shock monetario y cambiario que se terminó implementando.

Es sabido, el arranque fue la suma de «Don't worry, be happy» en el Banco Central más un buen acuerdo de la deuda en Economía y Finanzas. La síntesis global era: «la inflación la bajamos rápido, los precios ya están valuados al mercado paralelo de cambios, la demanda de dinero nos va a ayudar, la sola presencia de Macri asegura un cambio de rumbo que atraerá capitales». Luego llegarían la lluvia de dólares, el segundo semestre, etc.

Siempre he manifestado que el Presidente estuvo mal asesorado.

---

* Declaración Jurada Anticipada de Importación.

2

RUMBO, GESTIÓN Y POLÍTICA MACROECONÓMICA: PROHIBIDO SUBESTIMAR

Para conducir la economía de un país hay que poder equilibrar tres patas de un trípode: rumbo, gestión y macroeconomía. No se puede subestimar ninguna de ellas. Las tres son necesarias. Por caso, ni el rumbo más adecuado ni la gestión más eficaz compensan una política macroeconómica errada o inconsistente.

Equilibrar el trípode en diciembre de 2015 significaba: i) alinear el rumbo nacional al rumbo mundial para que nadie presumiera que la Argentina iba a sacar los pies del plato ni patearía el tablero ni seguiría siendo una de las ovejas negras de la región; ii) dotar a la gestión diaria de eficacia, coordinación y transparencia en pos de facilitar y promover la iniciativa privada, y iii) contar con un programa macroeconómico bien pensado, con buen diagnóstico, *timing* adecuado, resultados, perseverancia y respaldo político.

Desde el primer día, el presidente Macri cambió el rumbo que traía el país. Se trocó el aislacionismo extremo por una mayor inserción internacional. La política internacional 2016-2019 conducida personalmente por el Presidente fue lúcida, alta de reflejos y efectiva; se ve hasta estos días. Distanciarse de Venezuela e Irán fue provechoso, rindió frutos. El último y más reciente eslabón de este cambio de rumbo fue la firma del Acuerdo de comercio con la Unión Europea. También se trocó el estatismo asfixiante y arbitrario por la iniciativa privada y un Estado menos avasallador. La reconfiguración del mercado de la aeronavegación es apenas un ejemplo de los avances en esta materia.

No es tarea sencilla, todo lo contrario. Hay que machacar y perseverar. Es que la Argentina ha sido un país con historia e idiosincrasia estatistas y proteccionistas. Pero paradójicamente, cuando contamos los porotos, somos estatistas «sin» Estado e

industrialistas-proteccionistas «sin» industria. (*) Hemos pendulado entre populismos arcaicos y «popu-capitalismos» truchos sin resultados concretos. Por eso, el rumbo 2016-2019 es el adecuado y hay que mantenerlo, más allá de las turbulencias macroeconómicas y de quién sea próximo presidente de la Argentina.

Segunda pata del trípode: la gestión. El Presidente se la pasó dando las batallas micro necesarias para transparentar la obra pública, ordenar y racionalizar el gasto público y los impuestos, y para regular-desregular-desburocratizar la actividad privada. Se requiere un ejército de gente idónea, honesta y con la camiseta puesta para «dar vuelta» el Estado. Conocí a un montón de muchachos del PRO que se incorporaron, algunos de ellos del exterior, para colaborar con su granito de arena, y había muy buenos que, por supuesto, estaban mucho mejor y con mejores sueldos en el sector privado. Hay que pasar permanentemente el peine fino por los ministerios, los entes reguladores, Aerolíneas, AYSA, YPF, la ANSES, el PAMI, las centrales Atucha, Yaciretá, la AFIP, el INCAA, las universidades, etc., etc. También está la tarea de «contagiar» esta cruzada de gestión a provincias, municipios, el Poder Legislativo nacional y el Poder Judicial. En estos años, se ganaron más batallas de gestión de las que se perdieron. No alcanza. No hay que abandonarla. Hay que profundizarla y mantenerla. Hay una gran diferencia de fondo entre gestionar el día a día versus diseñar la estrategia política de gobierno y comunicar los resultados y las decisiones. Desde la Jefatura de Gabinete se tendió a mezclar ambos conceptos.

Es en la tercera pata, la política macroeconómica, donde el gobierno se mancó. Posiblemente la subestimó. No le dio la trascendencia suficiente. Creyó que los resultados (reactivar y bajar la inflación) iban a llegar con fuertes dosis de rumbo y gestión. Y no fue así. Un primer indicio de subestimación fue haber descompuesto en varias partes el Ministerio de Economía. La eficacia en la toma de decisiones económicas se mide ciertamente por los resultados. Así que si un superministro de Economía acierta con el programa económico se transforma en prócer, pero si se equivoca es un villano. Lo mismo vale para un Gabinete económico: si le va bien es un equipo de estrellas, pero si le va mal es una «bolsa de gatos». Con tamaño desafío económico enfrente, repartir las tareas entre

varios, y encima fallar en la integralidad y la coordinación, fue un hándicap que pudo haberse evitado.

Otro indicio de subestimación de la macro fue darle manija enseguida al «mejor segundo semestre de 2016», a aplicar rápidamente las metas de inflación, a prometer pobreza cero (aun como objetivo de largo plazo), a promover los créditos UVA especialmente a muy largo plazo cuando todavía la inflación era de dos dígitos altos y faltaba cambiar montones de precios relativos, a anunciar la revolución de la infraestructura con las PPP, a basar los escenarios fiscales y de sostenibilidad de la deuda pública en las planillas Excel, etc., etc.

Básicamente, se subestimó la necesidad de priorizar el manejo profesional e integral de la herencia socioeconómica recibida por sobre otras: de nuevo, los déficits fiscal y externo elevados y simultáneos, una estanflación arraigada, las tarifas regaladas, uno de los tipos de cambio más atrasados de los últimos 60 años, una crisis exportadora inédita, una dolarización de portafolios estructural y reprimida por el cepo, parte de la deuda pública en *default*, un nivel de pobreza insostenible, un Estado gigantesco e inmanejable, una presión tributaria asfixiante, un sistema previsional quebrado, un Banco Central fundido, etc., etc.

O sea, se subestimó la necesidad de contar con un programa macro integral y consistente, que midiera las consecuencias de los pasos que se iban dando. Fueron todos movimientos parciales, con cada Ministerio «haciendo la suya», sin contemplar el «equilibrio general». Más allá de ministro de Economía sí o no, o del falso e inútil dilema entre shock o gradualismo, el gobierno no le encontró la vuelta al asunto. Por ejemplo, unificó de entrada el mercado cambiario y levantó el cepo pero a costa de una aceleración fuerte de la tasa de inflación, inconsistente con las metas prefijadas, bajo el error de que los precios de mercado ya habían descontado la devaluación. Otro ejemplo, resolvió el tema *holdouts* pero se engolosinó financiando el desequilibrio fiscal en pesos con dólares del exterior. Otro más, emprendió una necesaria actualización de las tarifas de electricidad y gas pero el ahorro en subsidios se lo gastó firmándoles cheques a las provincias «contra nada». También implementó un exitoso blanqueo de capitales pero se lo consumió en una Reparación Histórica que no solamente quedó a mitad de

camino sino que ni siquiera obtuvo un rédito político. Lanzó metas de inflación irrealistas que nunca cumplió y encima el BCRA tuvo que emitir un montón de Lebac para absorber los pesos sobrantes que andaban dando vuelta, y que supuestamente en el proyecto optimista iban a ser absorbidos por la demanda de pesos.

En síntesis, no se le dio relevancia a contar con un plan integral y consistente que armonizara la política fiscal, monetaria, cambiaria, tarifaria, salarial, financiera, comercial; el financiamiento (externo e interno) con una apropiada secuencia de reformas que tuviera en cuenta la situación inicial y los posibles cambios del contexto internacional, a ser anunciados en shock pero de aplicación gradual.

En todo periplo inicial de un nuevo gobierno, es clave aprovechar el cambio de expectativas favorable de la mano del triunfo electoral, el cambio de aire, la recomposición parcial o total de la confianza, el período de gracia, etc. Los 10 de diciembre de 1983, los 8 de julio de 1989, los 10 de diciembre de 1999, los 25 de mayo de 2003, los 10 de diciembre de 2015 valen oro. Pero no son sustitutos de la necesidad de anunciar un programa económico integral desde el primer día, aplicado por fases o etapas.

› En esos días, en el estudio lo torturamos a Pablo Goldin, el economista jefe de la consultora, para que nos explicara por qué creía que en 2016 el crecimiento iba a ser negativo en -2%. Cuando explicaba esto que nos había pasado como historia, me encontraba con que del otro lado se contrastaba con la planilla de Excel de los CEO que señalaban un crecimiento de 3% para cada uno de los cuatro años. Pablo nos convenció, nos explicó que la historia de los ajustes en la Argentina mostraba esa caída y fue lo que terminó sucediendo, a pesar de las planillas Excel de los CEO.

---

* Como suele afirmar en sus escritos Adolfo Sturzenegger.

3

CRÉDITO EXTERNO, ¿DILATADOR O FACILITADOR DEL AJUSTE?

Una idea fuerza instalada en la campaña electoral de 2015 fue que el acceso a nuevo endeudamiento sería un instrumento central para pilotear el arranque del nuevo gobierno (cualquiera fuera este): supuestamente, para suavizar y/o graduar las correcciones macroeconómicas que, sí o sí, habría que realizar. Tras la elección, el endeudamiento pasó de ser el enemigo público número uno del kirchnerismo, como argumento de crítica permanente, a la herramienta mágica de Cambiemos para solucionar los problemas (sabiendo que el candidato a presidente Daniel Scioli también se mostraba dispuesto a usar esta herramienta para moderar el ajuste en puerta).

La carta del endeudamiento estaba de nuevo sobre la mesa por el bajo nivel que registraba la deuda pública: cuando se medía exclusivamente la deuda pública en poder de los inversores privados. En 2015, esta deuda bien medida (en pesos y en dólares) rondaba «solamente» 23 puntos del PBI. La deuda en moneda extranjera (dólares) con el sector privado era 17 puntos del PBI. Se llegaba a los 23 puntos contabilizando la deuda con los organismos internacionales, el Club de París, los títulos públicos (los bonos reestructurados y el Bonar), el valor técnico del cupón PBI y una simulación de una entrega de bonos para reestructurar la deuda con los *holdouts* del orden de los US$ 15-18 MM. La deuda pública en moneda local (pesos) con el sector privado rondaba otros 10 puntos del PBI. Incluía los títulos públicos emitidos por el Tesoro (bonos reestructurados, Bonar, Bonac, Bonad), préstamos, el valor técnico del cupón PBI y también los bonos negociables en poder del BCRA. Así, la deuda entre pesos y dólares llegaba a «apenas» 23 puntos del PBI.

Pero además de los «bajos» 23 puntos del PBI de deuda pública con el sector privado, el Tesoro les debía otros 30 puntos al BCRA y la ANSES (entre pesos y dólares). O sea, la deuda pública total ascendía en ese momento a 53 puntos del PBI, valor equivalente a 2001. Los 30 puntos de deuda del Tesoro con el BCRA y la ANSES era el correlato de la falsa política de «desendeudamiento» de los gobiernos de Néstor Kirchner y de Cristina Fernández en esos años: cancelar deuda con los acreedores privados y organismos internacionales (excepción del Club de París) extrayéndoles recursos y «quebrando» patrimonialmente el BCRA y la ANSES. No fue bajar la deuda, sino cambiar el deudor. El BCRA se llenó de papelitos sin valor (letras intransferibles) que aún conserva y lo hace patrimonialmente muy frágil, y el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES, de bonos del gobierno.

La de 2015 era una deuda total de tamaño similar a la de 2001 antes de la cesación de pagos celebrada de pie en el Parlamento (54 puntos del PBI). Las dos diferencias que alivianaban la situación respecto a la época de la Alianza eran quiénes eran los acreedores y en qué moneda se debía. En 2001, era ciento por ciento deuda con el sector privado y mayoritariamente en moneda extranjera, mientras que en 2015 la mitad era con el propio sector público y solo dos tercios de la deuda con el sector privado era en dólares (el tercio restante era en pesos) (ver cuadro 2).

Cuadro 2. Una foto de la deuda pública a diciembre de 2015

Stocks a diciembre	2001		2015	
	US$ MM	% PBI	US$ MM	% PBI
1. En poder del sector privado 2/3	108	40	74	17
En pesos	5	2	12	3
En US$	103	38	62	14
2. Organismos internacionales + C. París 1/3	37	14	29	6
Deuda neta*	**144**	**54**	**103**	**23**
3. Deuda intra sector público*			48	10
4. Deuda en poder del BCRA			90	20
Letras intransferibles (en US$)			48	11
Otros			42	9
Deuda bruta*	**144**	**54**	**241**	**53**
PBI nominal en dólares (US$ MM)	269		458	

* Básicamente, ANSES y algo del Banco Nación.

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda.

Esta política kirchnerista sobre la deuda, de cumplir con los compromisos externos pagándoles a los acreedores del exterior casi quebrando a la ANSES y al BCRA, no estaba siquiera justificada por una década adversa a la región. Todo lo contrario. Nada lo justificaba. No era parte de una transitoriedad de una economía de guerra o de un shock externo. Siquiera de un programa de estabilización. Y terminó siendo un verdadero despilfarro para el gasto.

Volviendo al nuevo gobierno, recuperar el crédito, normalizar el vínculo con los acreedores internos y externos, y volver a los mercados de capitales tenía que ser indudablemente una de las prioridades de cualquier gobierno a partir del 10 de diciembre de 2015. Pero aumentar el endeudamiento por sí mismo para evitar corregir los desastres de una década no era claramente «la solución». Eran demasiados frentes abiertos para pretender encauzarlos ciento por ciento con financiamiento (interno y externo) y cero por ciento con correcciones macroeconómicas.

El endeudamiento tenía que ser un instrumento relevante, pero no un sustituto ni un ocultador de los problemas macroeconómicos, ni un puente para retardar las correcciones. El planteo no era financiar versus corregir los desequilibrios, sino corregir para financiarse en forma fluida, permanente y a tasas bajas en el mercado de capitales.

La decisión política del 10 de diciembre de 2015 fue no bajar, sino muy lentamente o directamente nada, el déficit fiscal primario. Y además, que el BCRA disminuyera gradualmente su financiamiento al Tesoro vía la «maquinita» (emisión de pesos contra nada), para empezar a bajar la tasa de inflación. Esta doble decisión (mantener el tamaño del agujero fiscal y disminuir el financiamiento directo del BCRA al Tesoro) disparó la necesidad de conseguir muchos dólares y también muchos pesos. Si estos pesos se iban a buscar al mercado local, hubiera generado una suba de la tasa de interés y un fuerte *crowding-out* del crédito bancario al sector privado. La alternativa de colocar deuda en pesos en el mercado local y que al mismo tiempo el BCRA desesterilizara Lebac (como pasó en 2015) hubiera sido una «engañapichanga» porque la

emisión de moneda y el impuesto inflacionario hubieran seguido creciendo.

La decisión entonces fue financiar el déficit en pesos del Tesoro con dólares del exterior y venderlos localmente. Frente a esta estrategia, cabían de antemano cuatro interrogantes: 1) ¿por cuánto tiempo el Tesoro podría conseguir dólares del exterior para pagar, además de vencimientos de deuda, jubilaciones, salarios y subsidios en pesos?; 2) con todos los dólares que se iban a necesitar para financiar los pagos de deuda externa, ¿se conseguirían además para financiar también el déficit primario interno?; 3) si el Tesoro vendía dólares en el mercado cambiario para financiar el déficit primario en pesos, ¿no sería profundizar el atraso de un tipo de cambio ya atrasado?; 4) si el Tesoro vendía los dólares directamente al BCRA y no al mercado, ¿no sería una manera indirecta de emitir pesos (adicionales a la «maquinita» directa residual)? Un compendio de interrogantes y dudas. Desde ya, lo más obvio pasaba a ser, más allá de las consecuencias macro señaladas por el hecho de tomar deuda, qué pasaría el día que directamente se le cortara el crédito a la Argentina.

Los interrogantes 1 y 4 terminaron siendo letales: dispararon la crisis cambiaria y financiera de 2018. En el 1, el gobierno se enfrentó con la dura realidad de que el financiamiento no era permanente. Un día (a principios de 2018) el Ministerio de Finanzas fue a Wall Street y volvió con las manos vacías. Llegó a colocar un bono por US$ 9 MM en enero, y fue la despedida de la Argentina del mercado externo de capitales.

Por su parte, la duda 4 fue el epicentro de la corrida cambiaria de 2018. El BCRA terminó comprándole al Tesoro un montón de los dólares conseguidos en el exterior y emitiendo, a su vez, un montón de pesos para financiar el déficit primario en pesos, que durante la primera mitad del mandato del presidente Macri no bajó. El BCRA de 2017 (vía «maquinita» directa y compra de dólares) terminó emitiendo más moneda que el BCRA de 2015. Para neutralizar semejante expansión monetaria y aspirar a cumplir sus propias metas de inflación totalmente desligadas de la realidad macro, se vio obligado a colocar una montaña de un nuevo monstruo: las Lebac (una letra remunerada que endeuda al BCRA). O sea, la síntesis de la operación era acumular reservas (los dólares

comprados al Tesoro) contra Lebac (el instrumento para que la emisión de pesos para financiar al Tesoro no se fuera de cauce). Estas Lebac fueron el foco infeccioso de la disrupción cambiaria-inflacionaria de 2018, que dio por tierra todo el andamiaje macroeconómico de 2016 y 2017, y que dejó a la macro muy frágil para encarar el último año de gobierno.

Nunca jamás el presidente del Banco Central de entonces ni su Directorio terminaron de convencer a los mercados de que lo que estaba en el pasivo del Banco Central estaba también en el activo. Ese fundamento en la Argentina es, ni más ni menos, la incubación de un próximo problema. Tal como ocurrió.

Optar por bajar desde el principio el déficit fiscal primario y financiar el faltante de pesos con dólares del exterior iba a traer, con seguridad, consecuencias nocivas para la macroeconomía, además de ser un mecanismo altamente dependiente del humor financiero internacional. Y las trajo.

En otras palabras, era altamente riesgoso no bajar el déficit primario. Bajarlo podía traer consecuencias políticas o sociales complejas, pero no hacerlo iba a traer, más temprano que tarde, consecuencias macroeconómicas con costos políticos y sociales todavía más elevados. Y fue lo que ocurrió. Está pendiente todavía explicar (y que la sociedad argentina entienda) las bondades, la importancia, lo ineludible de tener el fisco equilibrado.

4

EL DEBATE SOBRE CUÁNDO Y CÓMO SALIR DEL CEPO

El 10 de diciembre de 2015, el gobierno del presidente Macri tenía que definir qué hacer con el cepo: si levantarlo totalmente desde «el primer día», levantarlo parcialmente desde «el primer día», dejarlo sin levantar o ir levantándolo de a poco. Por supuesto, esta definición estaba ligada a la decisión sobre el régimen cambiario: un mercado único y con flotación libre, único y administrado, doble y libre, doble y administrado, segmentado, múltiple, fijo, etc.

El Presidente «quería» levantar el cepo de cuajo y unificar el mercado desde el primer día. Lo había transformado casi en una bandera política de su gobierno, en uno de los puntos de quiebre respecto al gobierno anterior. Casi no había espacio para dar marcha atrás, aunque hubiera argumentos que justificaran parar la pelota y no precipitarse. La decisión estaba políticamente tomada; era una marca registrada de la campaña electoral. Por supuesto, el entorno económico y menos económico del candidato no quería siquiera escuchar una alternativa.

Incluso el primer ministro de Hacienda Prat-Gay alimentó y avaló esa decisión. Antes de asumir, afirmaba: «Hay siete tipos de cambio, los vamos a unificar en uno, bajarán todos los que están altos y va a subir el que está bajo». Y además emitía un mensaje tranquilizador respecto al traslado de una eventual suba del tipo de cambio a los precios: «Mirando la canasta básica de bienes y servicios, el 80% de los precios están atados al dólar contado con liquidación o al paralelo».

En lo personal, a partir de determinado momento, empezaba a percibir que la alternativa cambiaria que presentamos con Rodolfo Santangelo iba a ser rechazada.

Hay cuatro preceptos atemporales sobre el dólar que en la Argentina nunca pueden soslayarse al momento de definir una

política cambiaria. Concretamente:

Primer precepto: el tipo de cambio (y el régimen cambiario) es consecuencia de una política o programa económico, y no el punto de partida de este. A cada combinación de política fiscal, monetaria, salarial, tarifaria y arancelaria le corresponderá una política cambiaria, y no al revés. «Dime qué programa macro aplicas y te diré qué régimen te toca y qué tipo de cambio tendrás».

Lo mismo vale para una propuesta de unificación cambiaria: el nuevo tipo de cambio tenderá a ubicarse, con el paso del tiempo, más cerca del valor previo más bajo (el oficial) o del más alto (el paralelo) en función del programa macro que se aplique. Es imposible desligar al mercado cambiario de desbalances fiscales y monetarios preexistentes. A mayores desbalances, mayor presión cambiaria al alza. Un cambio de expectativas favorable no es sustituto de un programa macro integral como paraguas estabilizador de un régimen cambiario.

Segundo precepto: no es posible predefinir un régimen cambiario sin ponderar el nivel de reservas disponibles del BCRA. La mayor o menor capacidad de intervención en el mercado cambiario es uno de los factores que condicionará las decisiones. Cuanto menor sea la disponibilidad de reservas, menor será la «capacidad de elección» y mayor el sesgo hacia una flotación cambiaria menos administrada. Y viceversa.

El 10 de diciembre de 2015, al asumir Macri, las reservas netas eran negativas en unos US$ 3,5 MM. Reservas netas negativas significaba que se estaba pagando deuda pública en dólares e interviniendo en el mercado cambiario oficial con dólares prestados, no propios: eran dólares de los bancos locales (y por transitividad de los depositantes en dólares), de los bancos internacionales (con los que el BCRA había tomado swaps de corto plazo) o de tenedores de bonos de la Argentina que tenían sus cobros trabados en las reservas a raíz del juicio de los *holdouts* en Nueva York (ver cuadro 3).

Cuadro 3. Reservas brutas y netas del BCRA a diciembre de 2015

U$S M	9 de diciembre
Reservas brutas	**25.092**
Pasivos en dólares	**27.605**
Swaps China*	11.000
Depósitos de los bancos	9.392
Pases pasivos bancos internacionales** Divisas por colocación deuda externa gobierno nacional	
Lebac en dólares	1.713
DEG	2.799
Deuda trabada	2.082
CEDIN	469
Reservas netas	**-2.513**

* De los cuales, US$ 3.086 M integrados por dólares. Difiere de los US$ 11 MM originales por diferencias de valuación cambiaria.
** Operaciones contra títulos Bonar 2022, Bonar 2025 y Bonar 2017 en cartera del BCRA.
Fuente: MacroView en base al BCRA.

Tercer precepto: no es posible aislarse por mucho tiempo del contexto internacional. El tipo de cambio debería ser una especie de termostato de lo que sucede con las monedas, los precios y las tasas de interés en el mundo. Cuando el contexto internacional se torna más desfavorable (precios más bajos, monedas más débiles, tasas más altas), el tipo de cambio debería subir para suavizar las malas noticias externas, y viceversa.

Cuarto precepto: no es posible evaluar la cuantía del impacto de un movimiento del tipo de cambio sobre los precios internos independientemente del programa macroeconómico que se aplique. En la Argentina, el traslado a precios de una devaluación no será del ciento por ciento, pero tampoco cero. Dependerá del programa macro. El precio más sensible son los alimentos, por ser productos que mayoritariamente se exportan y tienen, al mismo tiempo, un peso alto en la canasta de consumo popular. La gran y «bendita» excepción es la soja, que se exporta prácticamente en su totalidad y por lo tanto no entra en conflicto con el consumo interno.

Para colmo, en 2016 la suba del tipo de cambio efectivo vinculado a productos de cadenas de consumo crítico, como por ejemplo el trigo, el maíz, el girasol, la carne y algunos productos de economías regionales, fue más fuerte porque, además de la

devaluación, se eliminaron retenciones y regulaciones (ROE) para exportar. El impacto se potenció. Habitualmente es al revés: al corregir el tipo de cambio, los gobiernos suelen subir —no bajar— las retenciones. El tipo de cambio nominal subió un poco más de 50% y en algunos casos, como el trigo y el maíz (por la eliminación de retenciones y de ROE), hasta 100%. No era un tema para subestimar en lo más mínimo.

Corregir los precios relativos (subir el tipo de cambio y las tarifas) sin tener un disgusto inflacionario grande era uno de los cables más peligrosos de desconectar de la bomba sin explotar heredada en diciembre de 2015. En este sentido, que el «dólar-fideo» fuera igual al «dólar-Miami» y al «dólar-colchón» entrañaba un riesgo cierto. Con la unificación y el fin del cepo, el precio de los fideos se encareció fuerte y viajar al exterior y comprar dólares para atesoramiento se abarató. Al revés del pepino.

El régimen de libre flotación ha demostrado ser el mejor de todos en países estables, pero en la Argentina era como comprarse una Ferrari para circular en las calles poceadas del Conurbano bonaerense. Las condiciones de desbalance fiscal y monetario y las distorsiones de precios relativos complicarían el funcionamiento de la libre flotación. Estaba el riesgo del surgimiento de excesivas apreciaciones nominales del peso así como de excesivos movimientos nominales al alza. Ambos movimientos demasiado groseros, generadores de incertidumbre y con impacto en la inflación y la actividad. La macro argentina no estaba todavía para manejar una Ferrari. A medida que pasa el tiempo, esto se ve con mayor contundencia. La realidad de la macro es lapidaria.

Además, estaba el atraso de las tarifas públicas. Una corrección general y relativamente rápida del atraso tarifario en electricidad, gas y transporte público, en simultáneo con una suba del tipo de cambio, iba a potenciar el problema del traslado a los precios. Pero al mismo tiempo, una corrección demasiado parcial y gradual atentaría contra la consistencia del programa fiscal y la posibilidad de empezar a avizorar una trayectoria declinante de la tasa de inflación. Además, no hay que olvidar la conexión entre tipo de cambio y subsidios: dado que los subsidios al consumo de gas están prácticamente dolarizados, una suba del tipo de cambio los hace

subir automáticamente.

Cuando no hay una política integral fiscal y monetaria que enmarque a la política cambiaria, una suba del tipo de cambio se trasladará en un porcentaje elevado y rápidamente a los precios internos. Entonces, la corrección nominal no termina en una corrección del tipo de cambio real y hay que «volver a empezar» sobre una economía más nominalizada e inestable que antes. El programa es, entonces, más importante que el hipotético tipo de cambio al que estén fijados los precios de la economía.

El riesgo cambiario de «salir del cepo» no era tanto un *overshooting* del tipo de cambio, sino la posterior e ineludible aceleración de la inflación y la activación de un circuito en el que el exceso de demanda de dólares presionaba al dólar, este a los precios y estos al salario real. Por eso, si la unificación venía derecho viejo, sin amortiguadores, requería el paraguas de un programa fiscal y monetario que hiciera bajar la tasa de inflación en forma consistente y rápida después de la inevitable acelerada inicial de los precios. Ese no era el diagnóstico oficial, que creía que «los precios de la economía ya tenían incorporado el tipo de cambio a 14». El resultado final fue una tasa de inflación de 38% en 2016: conflictividad social, suba de la pobreza y un arranque con el pie izquierdo de la política antiinflacionaria del BCRA y del gobierno en general.

No debutar con una aceleración inflacionaria no sería el único desafío, pero el debut sí estaría monopolizado por la dinámica del dólar y los precios. Y si el debut no era el mejor, podía condicionar el periplo posterior del gobierno. Fue lo que sucedió: la aceleración inflacionaria de 2016 «contaminó» todo lo que siguió después, y fue el primer eslabón del encadenamiento de saltos cambiarios e inflacionarios que siguieron.

› Salir del cepo era algo que no tenía cabida para la discusión. La decisión política de Macri era salir el primer día y era imposible discutir con su entorno acerca de los riesgos que eso acarreaba. Se trataba de una economía altamente dolarizada, con los alimentos «preiceados» a 9 pesos por dólar (el cambio oficial) y muchas empresas estaban así por indicación dictatorial del

entonces secretario de Comercio. Además del cambio, había que corregir el conjunto de servicios públicos y transporte. A los combustibles y a otros mercados se les sacaron todas las restricciones. Fuimos al cambio flotante y ahí sí hubo un verdadero shock, un shock monetario.
No había ninguna duda de que el régimen flotante es una Ferrari, y que había que desmantelar todas las regulaciones sobre el comercio exterior. Pero luego de cuatro años ininterrumpidos de restricciones, se jugaría con fuego. Además, las Ferrari necesitan autopistas para circular. En las calles poceadas, como era la macro argentina heredada, se rompen. Y… más allá del éxito de la no espiralización el primer día, la decisión de medir por inflación y dolarización de portafolios no paró más.

PARTE II

2016-2017: Gobernabilidad sin bonanza

1

EL DILEMA DE REACTIVAR SIN INFLACIÓN (O DESINFLAR SIN RECESIÓN)

A mediados de 2016, el gobierno se embaló: pronosticó que lo peor ya había pasado y auguró un mejor «segundo semestre», con menos inflación y más nivel de actividad. Pero las circunstancias macroeconómicas no estaban para aspirar a tanto.

Iba a ser muy difícil (casi imposible) combinar simultáneamente una baja contundente y sostenida de la tasa de inflación con una suba evidente y continua de la actividad. Con las condiciones macro (fiscales y monetarias) de 2016 y una estanflación arraigada, el conflicto entre profundizar la desinflación en serio y reactivar en serio estaba «cantado». Lo estaba claramente para el segundo semestre de ese primer año de gobierno y también, posiblemente, para 2017. Sin embargo, el gobierno no tuvo en la cabeza este *trade-off*.

El BCRA se planteó desde el principio metas de inflación demasiado exigentes para una economía tan desbalanceada. Bajar la inflación al ritmo que pretendía la autoridad monetaria (la meta final era un dígito anual bajo en 2019) pondría un manto de dudas sobre la posible reactivación (dudas en cuanto a demorarla en el tiempo o debilitarla en su potencia). La macro no estaba para rebotar fuerte ni tampoco para tener una inflación menor al 20% anual sin pagar costos en términos de actividad. Si el BCRA se empeñara en cumplir metas de inflación tan exigentes, la reactivación sería modesta. Y a su vez, si el gobierno se empeñara en apurar y acelerar la reactivación, la desinflación se toparía con un piso alto. Converger a una inflación de «país normal» en un mandato de cuatro años lucía más como una expresión de deseo que como una meta macroeconómica factible con el programa puesto en práctica. Era así desde el mismo 10 de diciembre de 2015 y quedó

confirmado pasado el primer bienio.

Puesto en números de aquel momento, en 2017 el BCRA aspiraba a bajar la inflación en torno al 12-17% (viniendo del 38% de 2016), mientras que en paralelo el Ministerio de Hacienda presentó el presupuesto del año sobre la base de un aumento del PBI de 3,5%. Era muy improbable que esta combinación pudiera concretarse: 17% anual o menos de inflación en simultáneo con 3,5% o más de reactivación. Iba a haber un *trade-off*. El gobierno tendría que sacrificar una cosa o la otra, o en todo caso, conformarse con un híbrido: una baja menor de la inflación y una reactivación más modesta (ver cuadro 4).

Es muy importante tomar como lección y aprendizaje hacia el futuro algunas equivocaciones del momento, basadas excesivamente en operaciones teóricas, válidas en otros contextos, para otros países y en otra historia.

El modelo lineal que pregonaba aquel BCRA, de que cuanto más rápido bajase la inflación más rápido se reactivaría la economía, es válido para el mediano plazo o para macroeconomías con las cuentas fiscales más ordenadas y los precios relativos menos desequilibrados que los de la Argentina 2016-2017. Un BCRA «extremadamente rígido» iba a dilatar o debilitar la reactivación. Por su parte, un BCRA laxo (combinado con una política fiscal laxa) no aseguraría más reactivación, e incluso podía frenar la desinflación o generar una recaída inflacionaria.

Cuadro 4. El conflicto inflación-reactivación de 2017. ¿Qué sacrificar?

<table>
<tr><td rowspan="7">Inflación</td><td colspan="4">PBI (variación)</td></tr>
<tr><td>%</td><td>0/2</td><td>2/3</td><td>Más de 3</td></tr>
<tr><td>12-17 (meta)</td><td>Cumplir la meta de inflación implicaba no crecer</td><td colspan="2">Doble objetivo oficial, «inalcanzable desde el minuto 0»</td></tr>
<tr><td>Hasta 20</td><td>Por inflación baja se sacrificaba actividad</td><td>«Escenario intermedio» (que no se dio)</td><td rowspan="3">Crecer «fuerte» implicaba inflación alta</td></tr>
<tr><td>Un poquito más de 20</td><td rowspan="2">«Sin el pan y sin la torta»</td><td rowspan="2">Por más actividad se sacrificaba la meta de inflación</td></tr>
<tr><td>Bastante más de 20</td></tr>
</table>

Fuente: MacroView.

Pero el tema no paraba ahí. El meollo del conflicto no estaba tanto en el BCRA y su política monetaria demasiado contractiva, sino en el Tesoro y su política fiscal demasiado expansiva. Y sobre todo, en la falta de coordinación entre ambas. Había una sobreactuación de independencia entre el Banco Central y el Poder Ejecutivo, que a su vez tenía el tradicional Ministerio de Economía dividido en varias partes y con coordinación de personas que descreían de la macroeconomía.

Dicho en otras palabras, para un déficit fiscal primario de 4-5 puntos del PBI (más los intereses de la deuda pública, más el déficit cuasifiscal del BCRA), una tasa de inflación de «apenas» 17% era inconsistente con reactivar la economía. El BCRA quería ser el héroe de la película bajando la inflación, pero terminó convirtiéndose en el villano, al debilitar y demorar la recuperación de la actividad.

Claramente, la economía argentina no estaba madura para el régimen de «metas de inflación» que aplican los países emergentes estables. El BCRA fijaba de antemano al Tesoro el monto de financiación monetaria (pesos de la «maquinita»), pero además estaba «obligado de facto» a comprar dólares del Tesoro (los que conseguía el Ministerio de Finanzas en el exterior) emitiendo pesos muy por encima de sus previsiones. La política fiscal persistía en un déficit primario demasiado elevado. El tipo de cambio nominal era flexible, pero la flexibilidad del tipo de cambio real era problemática porque seguía siendo positivo el *pass-through* del tipo de cambio a los precios. Fijarse metas de inflación tan estrictas para 2017 cuando todavía el BCRA tenía la mochila de un Tesoro deficitario, *pass-through*, un ajuste de tarifas a mitad de camino y un nivel de actividad estancado desde 2012, forzaba demasiado el instrumento. Necesitaba tasas de interés altas que disciplinaran las expectativas inflacionarias, restringiendo el crédito privado y dificultando el repunte de la actividad.

Salvando las distancias macroeconómicas y de reputación, el BCRA enfrentaba en 2016-2017 el mismo dilema que el Banco Central de Brasil enfrentó en 2015. Durante todo ese año, aun con la actividad en caída, la tasa de inflación en Brasil estuvo por

encima de la meta (llegó a 10% a fines de año). El Banco Central priorizó, entonces, la estabilidad en lugar de salir de la recesión y subió la tasa de interés por encima del 14% anual. Con el tiempo, la inflación bajó por debajo del 5% anual, pero se profundizó la recesión. Con la inflación en franco descenso y la actividad acumulando doce trimestres negativos, recién ahí el Banco Central empezó a bajar gradualmente la tasa de interés.

En síntesis, aquel BCRA no la tuvo nada fácil. «Llevaba en la sangre» que la desinflación automáticamente ayudaría a reactivar, pero la realidad fue menos lineal. Tuvo que financiar al Tesoro directa e indirectamente («maquinita» y compra de dólares) con emisión monetaria. Y «al final del día» tenía que absorber el sobrante de pesos con Lebac para seguir en carrera con la meta de inflación anual que se autoimpuso. El mecanismo de las Lebac fijaba un piso alto a la tasa de interés, incompatible con una reactivación fuerte y sostenida. Este elemento fue incubando un conflicto futuro con el Poder Ejecutivo.

La inflación de 2016 fue mucho más alta que la prevista y la de 2017 bajó más lentamente que lo programado. Frente a eso, no se pudo bajar lo suficiente la tasa de interés y la recuperación «se hizo desear». Al final, en 2017 la inflación fue 25% (no 12-17%) y el PBI subió 2,7% (no 3,5%). Era el comienzo de una carrera de prueba y error, donde las metas fueron siempre por detrás de la inflación real (ver cuadro 5).

Cuadro 5. Metas de inflación irrealistas

Metas de inflación anual (%)					
	2016	2017	2018	2019	2020
Metas originales Septiembre 2016	20-25	12-17	8-12	3,5-6,5	–
Metas corregidas 1 Diciembre 2017	–	–	15	10	5
Metas corregidas 2 Acuerdo FMI - Junio 2018	–	–	–	17	13
La realidad	38	25	47	¿38?	?

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda y BCRA.

La inflación 2017 en 25% fue un eslabón más de la cadena de

inflaciones de más de 20% anual que arrancó en 2007. 25% en 2017 fue menos que los años de más de 20% largo (2010, 2013 y 2015), fue similar a 2011 y 2012, y un poco más alta que el 20-21% anual de 2007 y 2008 (*). A favor del dato de 2017 es que se dio en simultáneo con la actualización de las tarifas públicas (aunque fue cero para el boleto de tren y colectivo). Juega en contra que fue (como en los años anteriores) con el tipo de cambio nominal subiendo menos que los precios y un tipo de cambio real entre los más bajos de los últimos once años. A su vez, el nivel de actividad, una vez más, tenía el típico comportamiento (para aquellos tiempos) de «año impar electoral», lo que significaba una modesta reactivación. Una vez más, se cumplía el «menos-más», «par-impar» en términos de una modesta reactivación que compensaba la recesión del año previo.

Este dilema (no poder reactivar y bajar la inflación al mismo tiempo) repercutió en la estrategia política de un gobierno que empezó a tener en mente, antes de tiempo, la elección legislativa de medio término de octubre de 2017. Con resultados modestos que «no entusiasmaban», el gobierno se puso incómodo ante el intento del BCRA de bajar la inflación aun a costa de recortar la reactivación. Para el ala política del gobierno, el riesgo más grande, incluso para la economía, sería no ganar la elección de medio término. Por eso, cambió la estrategia de mediano plazo (incentivar la inversión privada) por otra de más corto plazo (cebar el consumo, el crédito y la obra pública), postergando el ajuste de la macro (ejemplos pro consumo: Reparación Histórica, créditos UVA, transferencias récord de fondos a las provincias, paritarias flexibles, etc.). Política y economía se entremezclaron antes de tiempo pensando en la elección de medio término. Era una estrategia que entrañaba un riesgo: profundizar los problemas fiscales y las necesidades de financiamiento del sector público, y tener que realizar una corrección más agresiva en 2018, después de la elección legislativa.

› Cuando comienza 2017, con vistas a la elección de medio término, el programa venía precedido del «Don’t worry, be happy» y frases del estilo «Segundo semestre, la inflación núcleo

va bajando», etc. Pero en esos días había, cada vez más intensamente, una gran discusión sobre todo lo que se debería haber hecho en 2016 y no se hizo.

Lo que estaba claro en esas conversaciones era que, si arrancaba el ajuste, encadenabas como resultado una de dos opciones: o desinflacionar la economía afrontando una recesión en un año electoral que, aunque de medio término, era clave para Cambiemos, o desinflacionar menos llevado por el nivel de actividad.

En todo momento, este período histórico sufrió permanentemente un overshooting, del que ningún gobierno no peronista, en el siglo, terminó bien. Y esto fue un problema. Siempre modestamente decía a quien me quiso escuchar: «Miren que Macri no es De la Rúa ni Alfonsín». Pero la campaña estaba instalada. Más tarde, de vuelta en el sector privado dejábamos muy en claro en nuestros informes que resultaba imposible algo que el gobierno planteaba, y era la idea de simultaneidad: bajo la inflación, subo el nivel de actividad y arreglo todos los problemas.

La simultaneidad de bajar la inflación con mejoras en la actividad no es discutible en economías estables, modernas, con credibilidad. No en esa etapa de la historia argentina.

Esa era la apuesta, pero está claro que el mejor de los escenarios era repetir el kirchnerismo de 2015 diciendo: sigamos hasta que aguante, creciendo al 3%, y eso se pagaba con una inflación de 25 a 30%.

Lamentablemente, el gobierno decidió ir por todo: desinflar y brotes verdes. El proceso de incubación de desajustes, «sin día y hora», terminó yendo en aumento. La discusión sobre «la bomba heredada» ya no era solo cierta, empezaba a contaminarse con la propia mala praxis.

---

* Bien medida, la inflación de 2009 fue del 15% producto de una fortísima recesión en medio de la crisis mundial. Las inflaciones de 2014 y 2016 rondaron en ambos casos 40% por ser años de sinceramiento de precios (tipo de cambio y tarifas públicas).

2

¿ESTAMOS YENDO PARA MAR DEL PLATA O PARA CÓRDOBA?

No bien asumió, el gobierno afirmó que uno de sus principales objetivos era bajar el déficit fiscal primario hasta eliminarlo del todo en 2019, último año del mandato. Anunció de movida que la hoja de ruta era ir a Mar del Plata (déficit primario cero) en cuatro años.

Lo puso de manifiesto cuando presentó las metas fiscales del cuatrienio 2016-2019: un déficit declinante a partir de 4,8 puntos del PBI en 2016, hasta prácticamente cero en 2019, pasando por 2017 con «solo» 3,3 puntos y 2018 con «apenas» 1,8. Era más balizar la pista que definir metas cuantitativas con todas las letras, pero no dejaba de ser una señal orientativa de hacia dónde quería ir el gobierno. Aunque se presentaron números, eran metas más cualitativas que cuantitativas. Una vez más, la idea de creer que la economía es una disciplina casi enteramente comunicacional.

Con el paso del tiempo, optó por bajar la velocidad y llegar a Mar del Plata en ocho horas y no en cuatro (o sea, el déficit primario de 2019 no iba a ser cero). Ir a Mar del Plata (más allá de la velocidad del auto) significaba aplicar una política fiscal que hiciera crecer los ingresos más rápido que el gasto público, en dosis y velocidades financieramente suficientes y política y socialmente soportables. El desafío —y a la vez el riesgo— era que, para ir a Mar del Plata, se arrancara yendo primero a Rosario.

No era sencillo cambiar la tendencia fiscal (arrancar para Mar del Plata) cuando el déficit venía tan lanzado de los años pasados y con una inercia de 2015 que prácticamente «condenaba» al año 2016. Pero la cosa se complicó de entrada porque el gobierno debutó bajando algunos impuestos (retenciones a la exportación y ganancias) y subiendo más rápido algunos gastos (planes sociales,

jubilaciones y transferencias a las provincias). O sea, arrancó deliberadamente (más que inercialmente) yendo para Rosario.

El sendero ordenado de convergencia fiscal del gobierno nacional hacia un déficit primario cero en 2019 «murió» muy rápido. Básicamente, lo hirió de muerte la sanción de la Ley de Reparación Histórica para los jubilados. El gobierno convalidó un salto permanente del gasto previsional sin la contrapartida de un salto permanente en los ingresos fiscales. La aplicación de esta medida fue, a todas luces, contradictoria con la premisa de ir a Mar del Plata (cuadro 6).

Cuadro 6. El ir y venir de las metas fiscales

Metas fiscales presentadas por el gobierno Déficit primario en % del PBI					
	2018	2019	2020	2021	2022
Súper viejas (Prat-Gay)	-1,8	0			
Viejas (Dujovne)	-2,7	-2,2	-1,2	0	0
Nuevas (FMI I)	-2,7	-1,3	0	0	0
Nuevas nuevas (FMI II)		0	1,0		

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda y BCRA.

Es cierto que el Poder Ejecutivo estaba obligado a cumplir con la orden de la justicia de pagar a los jubilados los juicios que ganaron por la mala liquidación de los haberes. Eran como mucho unos 50 M casos con sentencia firme y otros 250 M a punto de obtenerla. Implicaba una erogación estimada del orden de $ 90 MM (300 M juicios a razón de un promedio $ 300 M cada uno). La cancelación de este pasivo previsional era un pago por única vez (que se realiza en cuotas a los jubilados que ingresen al nuevo régimen). Pero el Poder Ejecutivo fue más allá. Incluyó en la Reparación Histórica a los jubilados que también cobraban mal el haber, pero no habían hecho juicio. En principio, el anuncio oficial alcanzaba a alrededor de 2,2 millones de personas que no cobran la diferencia mal liquidada de los años anteriores, pero sí la jubilación calculada en función de la orden de la justicia (en promedio, 40% más alta). Una vez completado este proceso de ajuste del flujo, el gasto previsional iba a aumentar en forma permanente alrededor de $ 100 MM. En los hechos, fue menos porque no todos los jubilados optaron por la

reparación. Por un tiempo, el mayor gasto previsional se iba a financiar con los recursos que el sector público obtuviera mediante el blanqueo de capitales. La Reparación Histórica fue macheada con el blanqueo. Pero eran recursos solo por un tiempo.

Además de la Reparación Histórica, la nación se comprometió a devolver a las provincias, desde 2016, los 15 puntos de la coparticipación de impuestos que iban a la ANSES. Santa Fe, San Luis y Córdoba recibieron la totalidad de los fondos flujo a partir del fallo de la Corte a su favor. Y el gobierno decidió extender esta devolución voluntariamente al resto de las provincias, en cinco años, a razón de 3 puntos por año. Fue otra medida en dirección contraria a ir a Mar del Plata.

Una segunda decisión fiscal a favor de las provincias (a costa del bolsillo de la nación) fue la devolución a Buenos Aires del Fondo del Conurbano. Originalmente, iba a ser una reformulación del reparto del impuesto a las ganancias, en la que iban a ceder recursos la nación y el resto de provincias en favor de Buenos Aires. Pero en los hechos, y negociación política de por medio, la única perdedora fue la nación.

En suma, en estos años las provincias obtuvieron una participación récord de la torta de recursos a distribuir (más alta que en los años noventa y mucho más alta que en el período kirchnerista). Es la causa principal de por qué los números fiscales provinciales están mejor que los nacionales (y habla a las claras de tantos triunfos oficialistas en las provincias).

Dado que la mayor parte del déficit primario, que en 2016 y 2017 prácticamente no bajó, se financiaba colocando deuda en los mercados, era muy relevante mostrar que se estaba yendo a Mar del Plata en un tiempo políticamente posible, socialmente tolerable y económicamente razonable. Los mercados de capitales no suelen financiar déficits fiscales primarios demasiado tiempo (independientemente de que sean para financiar gasto corriente o de capital). Casi no hay países en la región ni en el mundo que acudan a los mercados de capitales a financiar déficit fiscal primario. Lo pueden hacer circunstancialmente. Recurren al crédito para financiar vencimientos de capital y, a lo sumo, los intereses de la deuda.

En los últimos 50 años, el único período en que el Tesoro

financió el déficit fiscal primario con endeudamiento en dólares fue en 1979-1980. En los ochenta, la Argentina estaba fuera del mercado de préstamos. En los noventa, no había déficit primario, solo se financiaban los vencimientos de deuda. En 2003-2008, había superávit primario y el país buscaba salir del *default*. Y en 2010-2015, tanto el déficit primario como los vencimientos de deuda fueron financiados excluyentemente por el BCRA.

Los mercados parecían dispuestos a financiar la gradualidad fiscal de la Argentina (ir a Mar del Plata más lentamente), pero no la inacción fiscal («volantear» a cada rato para Rosario). Recurrir al financiamiento para reducir el déficit fiscal primario de a poco es un camino válido. Pero si «ese poco» es «demasiado poco», el déficit primario todavía elevado confluirá con una cuenta de intereses engrosada (en un proceso que va sustituyendo deuda vieja barata por deuda nueva más cara). La premisa es bajar lo suficiente el déficit fiscal primario antes de que el crecimiento de la cuenta de intereses de la deuda empiece a «hacer ruido». Caso contrario, implica endeudarse «para nada». Dicho de otra forma, el peor negocio es que el Tesoro se endeude sin reducir el déficit primario.

Una cosa es mejorar de a poco los números fiscales (gradualidad) y otra diferente es que el déficit primario como porcentaje del PBI sea el mismo que antes, y además salten los intereses de la deuda (inacción). Recurrir al puente del financiamiento para reducir el déficit fiscal primario de a poco es una opción válida. Pero si al final se llega al otro lado del puente con el déficit primario todavía elevado y la cuenta de intereses engrosada, el sendero se torna más sinuoso.

› El Banco Central del 10 de diciembre de 2015 era claramente diferente al que lo precedió, de eso no hay ninguna duda. Sin embargo, el esquema monetario elegido permitía crecer a los agregados monetarios amplios (circulante en la calle más depósitos en los bancos) a una tasa equivalente porcentual anual de más del 30%, y eso es muy parecido a lo que ocurría con el kirchnerismo.

En aquel entonces era sencillo: se emitía moneda sin ningún complejo para el gasto público y el déficit fiscal, y se usaban

reservas internacionales hasta extinguirlas en términos netos para los pagos de deuda externa. O sea, nunca se puso en tela de juicio ni había ningún complejo respecto a que el impuesto inflacionario era parte de esa película. Eso sí, a la inflación —que en promedio era del 25%— se la negaba y se decía: «Es 9%», a lo guapo, y así estuvimos casi desde 2007 hasta 2015.

Si bien ahora, insisto, es diametralmente opuesta la conformación y política de este Banco Central, en el fondo, aun absorbiendo los agregados monetarios con las nefastas Lebac, al costo que hiciera falta, a la postre, junto con la tasa a la cual se expandía el crédito de la economía, los activos responsables bajo esas circunstancias de las expectativas de inflación futuras crecían a tasas kirchneristas. Como se verá y se explicará más adelante, la política de control de los agregados monetarios (variable totalmente pasiva) fue un sustancial cambio en el Plan Picapiedras del gobierno con el FMI. Su permanencia y continuidad en el tiempo es otra discusión que, por supuesto, también será tratada.

3

LOS ARGENTINOS QUEREMOS DÓLARES

Un pronóstico claramente fallido de la filosofía económica inicial del «Don't worry, be happy…» fue que la sola presencia de un gobierno «sensato» y un presidente «amigo del mundo y los mercados» iban a generar casi de inmediato una «lluvia de inversiones». Sería una lluvia de tal envergadura que impulsaría proyectos privados de mediano plazo, y también financiaría las necesidades del sector público. La ansiada y esperada lluvia facilitaría, entonces, el ajuste fiscal del Tesoro y, al mismo tiempo, sacaría a la economía del estancamiento (proyectando como derivación que la reactivación sería, junto con el financiamiento, otra piedra angular del ajuste fiscal sin dolor).

Recuerdo largas discusiones entre los partidarios del «Don't worry, be happy» y sus pares heterodoxos keynesianos de «This time is different» acerca de cómo resolver «el problema del atraso cambiario que se nos va a generar como consecuencia de la lluvia de dólares». Por supuesto, en la mente de los más optimistas el milagro de la demanda de pesos resolvería la cuestión inflacionaria y el atraso simultáneamente.

De toda esta expectativa, sí hubo (por un tiempo, los dos primeros años) financiamiento disponible del mercado de capitales para el gobierno, más algo de capitales golondrina (atraídos por una elevada tasa de interés local, más cierta «estabilidad cambiaria»). Sucedió en un contexto financiero internacional hiperlíquido, donde había plata a costos razonables para «todo el mundo».

O sea, los extranjeros apostaron «una ficha» a que el gobierno de Cambiemos fuera exitoso. Incluso a fines de 2016 hubo inversores externos que compraron bonos en pesos del Tesoro argentino a 7 y 10 años, a una tasa de interés nominal fija. Eran inversiones especulativas, pero que en alguna medida le daban la derecha en

aquel momento a la gestión del presidente Macri. El punto culminante fue la colocación en el mercado de un bono a 100 años.

En contraposición a esta incipiente señal de apoyo financiero internacional al país, los argentinos no cesábamos de comprar dólares en el mercado cambiario para atesorar «en el colchón».

La colocación de bonos en pesos a 10 años y a tasa fija era un paso positivo y un voto de confianza al gobierno y a la política económica. Pero el verdadero voto de confianza hubiera sido que el bono en pesos lo compraran los argentinos, en vez de dolarizar sus portafolios. Ese hubiera sido el punto de quiebre más relevante. En la Argentina, los programas macro ganan definitivamente fortaleza y horizonte cuando hacen caer o incluso revierten la dolarización estructural. Que baje el atesoramiento en el mercado cambiario local es tanto o más relevante que «lluevan dólares» del exterior.

En el primer año de la administración de Cambiemos, el atesoramiento total (billetes y «cable») ascendió a US$ 11 MM. Esto ocurría en un contexto de gran confianza en el nuevo gobierno. Sin nerviosismo, mucho menos con corridas, y con una tasa de interés real positiva. Simplemente se trataba de la ratificación, una vez más, de la cabeza bimonetaria de la sociedad argentina: transar en pesos y ahorrar en dólares. Sin importar siquiera rentabilidad. Es el solo hecho de quedar «protegido» en una moneda confiable, aun de baja renta. Y como veremos más adelante, ni siquiera ahorrándola dentro del sistema financiero local.

En el arranque de un nuevo gobierno que generó expectativas favorables, que reabrió el mercado de capitales para la Argentina y se alineó al rumbo capitalista de mercado, etc., etc., la respuesta de los argentinos fue una dolarización promedio mensual de casi US$ 1 MM (solo un mes aislado perforó los 500 M, abril de 2016). Al segundo año (2017), la dolarización saltó a US$ 17 MM. En los dos primeros años de mandato, sumó US$ 28 MM (US$ 1,1 MM promedio mensual). O sea, en un período sin cimbronazos políticos ni económicos severos (sí con desbalances fiscales y monetarios no resueltos, alta inflación y atraso cambiario), el atesoramiento no bajó de US$ 1 MM mensuales.

El atesoramiento de 2017, año de inflación en baja y recuperación modesta de la recesión de 2016, alcanzó los US$ 17 MM y fue equivalente al de 2008, en medio del conflicto con el

campo, la caída de Lehman Brothers y la estatización de los fondos de pensión. Y no fue mucho más bajo que los US$ 19 MM de 2011, previos a la aplicación del cepo cambiario. Sí llegó a US$ 19 MM en 2018, con la disrupción cambiaria-inflacionaria. En el cuatrienio 2016-2019, los argentinos habrán acumulado dólares por alrededor de US$ 70 MM, mientras que en el período 2008-2019 suman US$ 140 MM y en 2002-2019, US$ 190 MM (ver cuadro 7).

La dolarización serial de la Argentina es un problema muy serio y muy profundo, que tendrá que incluirse sí o sí en la agenda de los próximos gobiernos. No puede diseñarse un programa económico con los pies sobre la tierra basado en la perspectiva cercana de que el peso recuperará su función como moneda de valor, como unidad de cuenta para el ahorro, como medio de pago de las grandes transacciones y como punta de lanza para un mercado de capitales y de crédito a largo plazo.

Cuadro 7. El atesoramiento estructural de dólares en la Argentina

US$		Atesoramiento total Acum. período	Depósitos US$ sector privado Fin de período	Crédito US$ Fin de período	Saldo comercial cambiario Ac. período
2008		16.950	7.928	5.957	16.945
2009		11.588	10.006	5.234	14.416
2010		8.966	11.549	7.267	15.572
2011		18.866	12.036	9.539	13.098
2012	CEPO →	3.786	7.755	5.547	14.841
2013		-233	6.717	3.689	1.869
2014		2.613	7.217	3.223	8.278
2015		8.251	9.305	2.904	3.261
2016		11.048	21.492	9.139	4.371
2017		17.176	25.689	14.780	-1.722
2018		19.597	28.508	15.505	2.462
Enero-junio 2019		7.356	30.964	15.771	9.294
Acumulado 2008-junio 2019		**126.000**	**24.300**	**10.600**	**102.700**
Acumulado 2016-junio 2019		**55.200**	**21.700**	**12.900**	**14.400**

Fuente: MacroView en base al BCRA.

4

UN BANCO CENTRAL DIFERENTE, PERO PARECIDO

Uno de los cambios más rotundos anticipados el 10 de diciembre de 2015 sería el papel del Banco Central y su política monetaria. El BCRA del gobierno anterior emitía todos los pesos que el Tesoro le requería para financiar sus necesidades fiscales. Usaba a *full* la «maquinita» de emitir moneda contra nada. Y también usaba reservas del BCRA para el pago de deuda pública en dólares (y al BCRA le quedaban —todavía están— en su activo letras intransferibles del Tesoro: «papelitos sin valor»). Los pesos emitidos prácticamente no se esterilizaban (quedaban en la calle para ser gastados y en los bancos para ser prestados). La base monetaria, los depósitos y el crédito al sector privado se expandían fuertemente, entre 35 y 40% anual. La política monetaria estaba completamente subsumida por las necesidades fiscales. El BCRA era una subsidiaria del Tesoro y estaba patrimonialmente quebrado. Y la tasa de inflación estaba arraigada entre 25 y 30% anual (en 2014 había alcanzado un pico de 38%) (cuadro 8).

A partir de diciembre de 2015, el BCRA cambió, pero no tanto. Cambió el Directorio. Cambiaron sus objetivos básicos. Cambió el enfoque de la política macroeconómica. Cambiaron sus políticas regulatorias. Cambió su nivel de profesionalismo. Pero lo que paradójicamente no cambió fue la política monetaria: siguió igualmente atada a las necesidades financieras del Tesoro. Por ende, se siguió emitiendo moneda a un ritmo demasiado elevado para aspirar a bajar «en serio» y de manera sostenida la tasa de inflación.

Cuadro 8. El balance del Banco Central a diciembre de 2015

Equivalente en millones de US$

Activos		Pasivos	
En moneda extranjera	9 dic. 2015	En moneda extranjera	9 dic. 2015
I) Reservas brutas del BCRA	25.092	II) Contrapartida de las reservas	27.605
		Swaps[1] (China y Basilea) y otros	11.856
Títulos públicos negociables	5.902	Encajes de depósitos en dólares, Lebac en dólares, pagos de deuda trabada por el juez Griesa	15.749
TOTAL	30.994		
		En pesos	
Títulos públicos no negociables	73.905	Base monetaria	62.948
Letras intransferibles	64.487		
Adelantos transitorios	32.594	Lebacs + pases	32.867
Tipo de cambio ($ /US$)	9,7		
TOTAL	104.899	TOTAL	123.420
		PATRIMONIO NETO	-18.521

	Diciembre 2015
Patrimonio neto oficial	-18.521
Patrimonio neto real*	-92.426
Reservas internacionales netas	-2.513
Reservas netas	-2.513

1. Operaciones de pase de monedas con China y con bancos internacionales.
* Oficial menos títulos no negociables.
Fuente: MacroView en base al BCRA.

Fue un BCRA que dispuso usar cada vez menos la «maquinita»: o sea, fue dejando gradualmente de emitir moneda contra nada. Fue cerrando este grifo que estaba abierto prácticamente sin límites. Sin embargo, habilitó un nuevo grifo de emisión indirecta: la compra de dólares del endeudamiento público para financiar los faltantes de pesos del Tesoro. Por lo tanto, no bajó el ritmo de emisión, solo cambió la forma de emitir los pesos. Por más que el BCRA asignara una cuota fija de emisión monetaria directa ($ 150 MM en 2016, al igual que en 2017), emitió otro tanto indirectamente, comprándole dólares al fisco.

El BCRA estimaba a principios de cada año una emisión monetaria anual directa para el fisco («maquinita»), en teoría compatible con la meta prefijada de inflación. Pero ex-post terminaba emitiendo mucho más en forma indirecta (vía la compra

de los dólares del endeudamiento externo): no le quedaba otra que convalidar la mayor demanda de pesos del gobierno, no de la gente. En teoría, el BCRA entregaba el cheque comprometido y se desentendía de cómo hacía el Tesoro para conseguir el faltante, pero en la práctica no era así. El Tesoro conseguía el grueso del faltante colocando deuda en dólares en los mercados y los vendía al BCRA contra pesos. Al final, el BCRA terminaba librando dos cheques y no uno: el formalmente comprometido y otro adicional. Es cierto que el primero era «contra nada» y el segundo, a cambio de dólares que aumentaban las reservas. Pero el impacto monetario existía en ambos casos.

Puesto en números, en 2016 el BCRA emitió el doble de moneda que lo que tenía previsto en su programa monetario, y en 2017 casi el triple. Eran programas monetarios «ingenuos», que no contemplaban que al final del camino era el BCRA el que financiaba un agujero del Tesoro constante, muy parecido al de 2015. A igual agujero, iguales necesidades financieras y, por lo tanto y a la postre, igual emisión monetaria.

Como correlato del desbalance fiscal, a lo largo de 2017 el BCRA del gobierno del presidente Macri expandió los agregados monetarios al mismo ritmo que el BCRA del gobierno anterior (en torno al 35% anual). En 2016 había puesto el freno y, de la mano de la emisión de Lebac, se desaceleró la expansión de pesos. Pero al año siguiente no pudo evitar el financiamiento al Tesoro. La política monetaria siguió corriendo atrás de las necesidades fiscales.

El financiamiento del BCRA al Tesoro comprándole dólares tuvo como contrapartida un aumento de las reservas. Mientras que la emisión vía «maquinita» es contra nada, la emisión por compra de dólares es contra la acumulación de reservas. El Tesoro se quedó con pesos y el BCRA, con dólares.

En 2016-2017, las reservas del BCRA se recompusieron de la mano del endeudamiento externo del gobierno. Pasaron de US$ 25,5 MM en diciembre de 2015 a US$ 55 MM en diciembre de 2017. No era una política de acumulación de reservas, ni una política preventiva para tener un colchón de resguardo, sino la única manera disponible para financiar el gigantesco déficit fiscal primario del gobierno sin abusar de la «maquinita» o ahogar el crédito interno.

La diferencia respecto a la gestión anterior es que la emisión era esterilizada casi enteramente colocando Lebac (no dejó los pesos sobrantes en el mercado). Dado que no hubo un aumento genuino y constante de la demanda de dinero, cuando el BCRA se pasó de rosca emitiendo, tuvo que absorber con Lebac y mantener alta la tasa de interés. Semejante grosería de política monetaria siquiera había sido discutida en la previa de Pensar. No lo tenían en sus cálculos los optimistas. Ni siquiera los más pesimistas.

Prácticamente, el 100% de la emisión sobrante fue absorbida por las Lebac. El stock de estas letras saltó de menos de $ 400 M en diciembre de 2015 a alrededor de $ 1.200 M en diciembre de 2017 (de 6,3 a 12 puntos porcentuales del PBI). El stock de Lebac, alimentado en ese momento por el *carry trade* más rentable del mundo, generaba desde el minuto cero un riesgo de reversión. Que gatilló en los primeros meses de 2018 (en paralelo al cierre de los mercados internacionales para la Argentina) (cuadro 9).

Cuadro 9. El balance del Banco Central a diciembre de 2017

Equivalente en millones de US$

Activos		Pasivos	
En moneda extranjera	Dic. 2017	En moneda extranjera	Dic. 2017
I)		II)	
Reservas brutas del BCRA	55.055	Contrapartida de las reservas	27.110
		Swaps[1] (China y otros)	12.195
Títulos públicos negociables	20.285	Encajes de depósitos en dólares	12.966
TOTAL	75.340	Depósitos del gobierno	1.949
		En pesos	
Títulos públicos no negociables	73.905	Base monetaria	51.324
Letras intransferibles	48.736		
Adelantos transitorios	25.153	Lebacs + Pases	64.556
Tipo de cambio ($ /US$)	18,8		
		TOTAL	142.989
TOTAL	149.245	PATRIMONIO NETO	6.256

	Diciembre 2017
Patrimonio neto oficial	6.256
Patrimonio neto real*	-67.649
Reservas internacionales netas	27.945
Reservas netas	27.945

1. Operaciones de pase de monedas con China y con bancos internacionales.
* Oficial menos títulos no negociables.
Fuente: MacroView en base al BCRA.

A pesar de la absorción con las Lebac, una derivación de la mayor expansión monetaria fue el aumento del crédito bancario en pesos. El crédito ya venía repuntando, pero pegó un envión desde mediados de 2017. Lideraron los préstamos hipotecarios peligrosamente atados a la inflación (UVAS) (partiendo de niveles muy bajos) y después los personales. Las líneas para empresas también se recuperaron, pero menos que el resto. La recuperación del crédito en pesos se sumó al aumento que ya traían las líneas de préstamos en dólares.

Este salto del crédito en 2017 (por encima de la suba de los depósitos) se basó en cuatro patas. La primera pata (poco genuina) fue la propia expansión monetaria del BCRA para financiar al fisco, que derramó en más crédito. La segunda (genuina) fue que los bancos colocaron acciones (se capitalizaron) y títulos (se endeudaron) en el exterior para financiar líneas de crédito. La tercera pata tuvo que ver con que la mayor parte de las colocaciones de Lebac de ese año fueron a tenedores que no eran bancos. Este corrimiento redujo el conflicto macro de los bancos entre comprar Lebac o prestarle al sector privado. Así, el sistema bancario se desprendió de Lebac para otorgar crédito (pata transitoria). La cuarta (más micro que macro) fue la aparición de los préstamos UVA con cuotas bajas, que incentivaron la demanda (y terminaron siendo un paso en falso y precipitado del BCRA, que suponía que la inflación iba a ir en descenso, cuando terminó sucediendo lo contrario).

Los bancos privados sustentaron más la aceleración de la oferta de crédito en las colocaciones en el exterior. La banca pública, por su parte, reposó más en desprenderse de las Lebac. Tanto una como otra no eran duraderas en el tiempo. El endeudamiento en dólares era una fuente que obviamente tenía límites. A su vez, prestar desarmando las tenencias de Lebac era una estrategia con poco hilo en el carretel. Implicaba una expansión del crédito a tasas elevadísimas, del orden del 50% anual, basada en factores transitorios no genuinos. Lo más probable era que no durara. Y no duró. El crédito, que en 2017 venía disparado como un tren bala y

fue piedra angular de la suba del nivel de actividad de ese año, en 2018 «descarriló» y fue una causa principal de la recesión que le siguió.

5

PRIMER CAMBIO DE EQUIPO ECONÓMICO: CLAVE EL MINISTRO DE FINANZAS (EL QUE CONSIGUE LA PLATA)

2016 terminó con un cambio en el Gabinete. El Presidente dispuso el reemplazo del ministro de Hacienda y Finanzas (Alfonso Prat-Gay) por un ministro de Hacienda (Nicolás Dujovne) y un ministro de Finanzas (Luis Caputo). Dividió el Ministerio ya dividido, ahora en dos partes.

Frente a las dudas recurrentes de esa época sobre la eficacia de un Gabinete económico con muchas cabezas y altos costos de coordinación, el Presidente redobló la apuesta y lo conformó con más cabezas: Hacienda y Finanzas sumadas a las ya existentes Transporte, Agricultura, Producción, Comunicaciones, Energía, Obras Públicas y Trabajo, todas coordinadas (¿descoordinadas?) desde la Jefatura de Gabinete de Ministros (por el jefe de Gabinete y dos vicejefes).

La eficacia en cómo se toman las decisiones económicas se mide, ciertamente, por los resultados (básicamente, el nivel de actividad y la tasa de inflación). Si el ministro de Hacienda y Finanzas saliente hubiera obtenido resultados más contundentes, difícilmente (no imposible, las personas también importan) hubiese sido desplazado.

El nuevo ministro de Hacienda hablaba el mismo idioma macroeconómico que su antecesor. Había diferencias en los «acentos» y los «énfasis», pero eran del mismo palo; no significaba un giro brusco en la política económica ni en el rumbo general. Esto fue así hasta el «porrazo» que obligó a ir al FMI y dio lugar a la aparición del Plan Picapiedras.

La premisa básica inicial del ministro de Hacienda sería hacer cumplir el Presupuesto 2017 aprobado por el Congreso. Significaba que, por primera vez en muchos años, el gasto público creciera a un

ritmo inferior que los ingresos fiscales, y el déficit primario se redujera de un año a otro (al menos como porcentaje del PBI).

No iba a ser para nada una tarea sencilla, más bien todo lo contrario. Primero, porque la situación fiscal autoheredada en 2017 era tanto o más pesada que la heredada en 2016 del gobierno anterior. Segundo, porque el Congreso respaldó políticamente el Presupuesto, pero previamente retocó el gasto al alza y poco tiempo después aprobó la Emergencia Social (más gasto) y el nuevo régimen de impuesto a las ganancias (menos ingresos). Tercero, porque para que en 2017 el gasto subiera menos que los ingresos estaba presupuestado que los subsidios energéticos se redujeran $ 50 MM contra 2016 (lo que implicaba subir la tarifa de electricidad 100% promedio en el año y 70% la de gas) y que la recaudación tributaria creciera varios puntos por encima de la suba del PBI nominal prevista (hecho no imposible, aunque poco habitual).

En números, el nuevo ministro de Hacienda recibió un déficit fiscal primario lanzado por encima de los 5 puntos del PBI de ese momento (con el gasto público subiendo 35% y los ingresos solo 27%), que se redujo contablemente con la recaudación extraordinaria del blanqueo de capitales. Era un punto de partida complejo. Ex-ante, la recaudación del blanqueo era para financiar la Reparación Histórica. Ex-post, la recaudación se contabilizó en 2016 para poder cerrarlo, y la Reparación era de 2017.

La bajada de línea del gobierno era que Hacienda se abocara a reducir los gastos improductivos. Sería una cruzada micro de afinar el lápiz, necesaria y relevante, pero que rara vez sirve para compensar desvíos macro (subas del gasto o resignación de ingresos). Estos desvíos eran habituales: de tanto en tanto los promovía el propio oficialismo en pos de fortalecer la gobernabilidad (por ejemplo, con la Reparación Histórica de jubilados, la Emergencia Social, el traspaso de recursos a las provincias o la devolución de las percepciones por compra de dólares y turismo). Además, la consigna oficial de este año era acelerar a fondo la obra pública por el contexto electoral.

En los hechos, hasta mediados de 2017 el gasto primario siguió subiendo a un ritmo por encima de los ingresos. Recién hacia la segunda mitad de 2017, el Ministerio de Hacienda logró dar vuelta esta dinámica: desde julio en adelante, el gasto público primario

creció por debajo de los ingresos, y así el déficit fiscal primario comenzó a descender.

Dado que la tarea (ciclópea) del ministro de Hacienda sería, a lo sumo y con viento a favor, reducir un poquito el déficit fiscal primario, quien se encumbraba como actor clave de ese año era el «nuevo» ministro de Finanzas, que tendría que financiar las enormes necesidades del sector público. Ya había sido el personaje del año en 2016, como secretario de Finanzas (primero acordando con los *holdouts* y después obteniendo divisas en los mercados por más de US$ 31 MM, y pesos por casi $ 200 MM).

Tenía a favor el extraordinario monto del Sinceramiento Fiscal por casi US$ 98 MM, una fuente potencial de financiamiento. Y estaban los más de $ 103 MM que recaudó la AFIP por el mismo blanqueo. El enorme éxito del blanqueo era una especie de puente para que el ministro de Finanzas no tuviera que salir forzadamente y a las apuradas a probar el mercado de bonos, sabiendo que las necesidades financieras del Tesoro seguían siendo enormes. Durante todo 2017 y hasta enero de 2018, Finanzas cumplió su cometido. Pero de ahí en adelante, los mercados de capitales se cerraron para la Argentina, y se acabó el financiamiento. No hay personas mágicas ni habilidad para quebrar el endemoniado proceso cuando se le termina la plata al mundo para la Argentina. Hubo que barajar y dar de nuevo.

Haber convivido con un déficit fiscal elevado determinó que la política fiscal propiamente dicha saliera del centro de la escena y lo ocupara decididamente la política de financiamiento. En otras palabras, el ministro más importante y que menos podía equivocarse era el de Finanzas. El resto podía dar marcha atrás con una medida, errar un diagnóstico o pifiar un pronóstico, pero el de Finanzas no: la plata para financiar los vencimientos de deuda y el déficit tenía que estar sí o sí. En este programa macro dependiente del endeudamiento, el financiamiento era la prioridad.

Un gran desafío de la política fiscal de ese momento era que el modelo fiscal convergiera: o sea, que el déficit primario diera muestras concretas de que tendía a cero y que la cuenta de intereses se iba a estacionar en un número razonable. Pero, como estaban yendo las cosas, el modelo fiscal no convergía. Y haberse apoyado excluyentemente en el crecimiento económico para hacer que los

números fiscales convergieran sería «un parto», una historia larguísima y divergente. La película fiscal terminó como siempre a lo largo de la historia: los ajustes —a la corta o a la larga— se realizan vía licuaciones inflacionarias del gasto público.

6

OPTIMISMO POLÍTICO Y FINANCIERO VERSUS PESIMISMO MACROECONÓMICO

2017 fue un año atravesado por tres percepciones que, a priori, chocaban entre sí y lucían antagónicas, pero eran simultáneamente válidas. Convivían la Argentina optimista (que iba por 20 años de grandeza), la Argentina pesimista (que estaba esperando la próxima crisis económica) y la Argentina realista (que se guiaba por los resultados y tenía los pies sobre la tierra). Las tres Argentinas eran parcialmente ciertas.

El optimismo se nutría en lo político y lo financiero. Políticamente, el resultado de las PASO de agosto —de la elección de medio término— fue muy bueno para el oficialismo. Anticipaba un triunfo en la elección de octubre, incluida la provincia de Buenos Aires (donde iba a ser derrotada Cristina Fernández). En ese momento, disipó la incertidumbre local e internacional respecto a una eventual reversión del modelo político y económico vigente desde el 10 de diciembre de 2015, y dejaba la puerta abierta para que el presidente Macri peleara competitivamente por su reelección en 2019.

Financieramente, el mercado internacional de capitales y el mercado de crédito local mantenían todavía el «pulgar levantado» para el proceso político y el rumbo general de la Argentina. Dentro de una tendencia general que ya era positiva, post-PASO 2017 se generó una minieuforia financiera. Persistía una fuerte disposición externa (en un mundo superlíquido) a financiar con dólares al sector público y a las empresas locales, de la mano de una caída del riesgo-país. El riesgo-país (que aproxima el costo del endeudamiento externo) perforó los 400 puntos básicos. La brecha contra el riesgo promedio de los emergentes era apenas de 50 puntos básicos, la más baja de los últimos tiempos. El bono en

dólares a 10 años que el Ministerio de Finanzas colocó en enero de 2017 pagando 7% anual, rendía en aquel momento solo 5,6% (cuadro 10).

Cuadro 10. La baja del riesgo-país en el bienio 2016-2017

Fuente: MacroView en base a Ambito.com.

Había buen clima para la atracción de inversiones en algunos sectores: el emblemático era el energético, pero iban apareciendo otros candidatos. La inversión era el componente del PBI que aumentaba a mayor ritmo: casi 8% anual en el segundo trimestre de 2017 y a dos dígitos anuales en el tercer trimestre. Los bancos ampliaban su capital en el exterior y se preparaban para una explosión de la intermediación financiera. Se inició una recuperación del crédito interno bancario en pesos (que se sumó al impulso que ya traía el segmento específico de crédito en dólares): la nueva estrella era el crédito hipotecario.

Los créditos hipotecarios ajustables por algún tipo de unidad financiera de referencia (como el CER o UVA en el caso de la Argentina) son, per se, un instrumento válido y difundido en el mundo. En otros países de la región, como Chile, la «masificación» del crédito a largo plazo se dio a partir de instrumentos de esta naturaleza. Nadie puede oponerse al instrumento; al contrario, dentro de las herramientas para motorizar el crédito este fue siempre tenido en cuenta y presentado al Presidente en 2015.

Dicho lo anterior, los *timings* y el contexto para su implementación son los que determinan el éxito o el fracaso del

instrumento. Lamentablemente, se erró en esto y el instrumento fracasó. Lo tuvimos claro desde un comienzo, por eso nos negamos desde el Banco Nación a vender este espejismo. Se lo hicimos saber al Presidente y comprendió el punto: con una inflación de dos dígitos, el tomador asume un riesgo imposible de acotar en el crecimiento de su pasivo, que lo puede dejar al borde de la insolvencia en algún momento. Esto con el agravante de que, al aplicarse a la compra de un inmueble, se trata de pasivos elevadísimos en términos relativos y absolutos para el tomador y de larguísimo plazo. Pero el empujón que vino desde el Banco Central y la Jefatura de Gabinete fue imparable. Hasta que se topó con la realidad. Tras el choque, estos créditos cayeron a cero, los deudores están preocupados y probablemente deban ser rescatados y, lo peor, el fracaso «mató» por un tiempo a un instrumento per se útil.

› El CER, UVA o la unidad financiera chilena son índices ineludibles para una economía inflacionaria porque son una unidad financiera en moneda local que acompaña a la inflación. Existen aún en economías bimonetarias. En eso estoy de acuerdo si la medida del Banco Central hubiera sido crear la unidad de fomento, como instrumento destinado a «hedge» en el sistema bancario y financiero de una economía con inflación.
Pero me opuse a dar créditos hipotecarios a 30 años con esa herramienta. El capital de la deuda a las personas puede indexarse «exitosamente» cuando tenés la inflación bajo control. Después, hay una amplia probabilidad de tener que subsidiarlo en caso de una aceleración inflacionaria. Lo están viendo en estos días, al momento de escribir estas líneas.

Al optimismo político y financiero se le contraponía un pesimismo basado en el estado de los fundamentos de la macroeconomía, que estaban lejos de balancearse. No se le veía la punta del ovillo a la convergencia del programa macro. Fiscalmente y más allá de las metas formales del Ministerio de Hacienda y el proyecto de Presupuesto 2018, persistían las dudas sobre cómo haría el gobierno para empezar a bajar en serio el déficit fiscal, y así reducir sus necesidades financieras en pesos. Monetariamente y

más allá de las metas del BCRA, seguían las dudas sobre la linealidad, la rapidez y los costos del proceso de desinflación: como la política monetaria corría detrás del financiamiento fiscal, expandía moneda a un ritmo no compatible con las metas de inflación (más de 30% anual). En aquellas circunstancias macro, era complejo apuntalar un aumento del crédito y al mismo tiempo que el crecimiento de los agregados monetarios se mantuviera a raya con las metas de inflación declinantes del BCRA. Sería difícil que se dieran las dos cosas a la vez. El actual formato macro de financiamiento fiscal excluyentemente con dólares conducía a un atraso cambiario estructural, que generaba un déficit en la cuenta corriente que apareció «demasiado pronto» en medio del largo estancamiento estructural.

Otro eslabón que alimentaba el pesimismo era la dinámica fiscal y de aumento de la deuda pública. Por cierto, en la planilla de cálculo Excel de los jefes del Gabinete económico el modelo convergía. Pero eso dependía centralmente de los supuestos macro usados en el modelo. Solo si se empezaban a cumplir en serio las metas de reducción del déficit primario y se llegaba al superávit primario en serio hacia 2021-2022, y si además la economía podía crecer sin interrupciones al menos 3% por año durante varios años y si se alineaba el resto de los planetas (que siguiera el financiamiento a un costo razonable, que no saltara de golpe el tipo de cambio real, etc.), la dinámica fiscal tenía chance de converger con un nivel de deuda pública manejable. Por el contrario, si por cualquier motivo las metas fiscales no se cumplían, y/o de tanto en tanto se colaba un año de estancamiento o recesión, y/o el tipo de cambio pegaba un salto que encareciera la deuda en dólares, la convergencia iba a ser mucho más complicada.

Sin desconocer el optimismo político y financiero ni subestimar el pesimismo macroeconómico, el realismo pragmático se nutría de resultados concretos: nivel de actividad, consumo, salarios, costos, rentabilidad, competitividad, etc. El primero y principal era el nivel de actividad. Se recuperaba, pero la gran mayoría de los sectores todavía no había retornado al nivel previo del inicio de la recesión (mediados de 2015). 2016-2017 será otro bienio de «actividad cero» (el rebote de 2017 apenas compensaba el retroceso 2016), repitiendo así las dinámicas de 2012-2013 y 2014-2015. Era una

salida lenta y moderada.

En síntesis, la Argentina era la mezcla de tres percepciones verdaderas: el optimismo político y financiero, el pesimismo macroeconómico y el realismo de los resultados micro. Ninguna era sustituta de otra. El optimismo político y financiero no sustituía un programa macro consistente y balanceado; a lo sumo, podía ganarse tiempo. Tampoco podía esconder debajo de la alfombra resultados insuficientes. Despejar en serio el horizonte requería consolidación política, buen clima financiero, un programa macro enfocado y resultados micro suficientes. Recuerdo como uno de los momentos más difíciles profesionalmente presentar cierto cuidado con el futuro por venir, atento a la borrachera de los mercados que compraba gran parte del oficialismo. El pesimismo y el realismo terminaron teniendo razón.

7

LAS PLANILLAS DE EXCEL: O HACERSE TRAMPA EN EL SOLITARIO

Promediando el primer mandato del presidente Macri, la macroeconomía reflejaba una doble inquietud. Por un lado, estaba la persistencia de un déficit fiscal tan grande o más aún que con el gobierno anterior. Y por el otro, se daba el rapidísimo salto del déficit externo.

Para algunos es más importante el primero de los déficits (el fiscal), mientras que a otros les preocupa más el segundo (el externo). La realidad es que importan los dos, desde el momento en que ambos son muy difíciles de revertir «por las buenas» (sin crisis inflacionarias licuadoras del gasto público ni megadevaluaciones furibundas promotoras de colchón de competitividad).

Ni el déficit fiscal ni el externo son malos per se. Depende en ambos casos de las magnitudes en juego, de su dinámica (si es creciente o decreciente, convergente o divergente), de su transitoriedad o permanencia en el tiempo, de las formas de financiarlos y, en alguna medida, de en qué se usa ese financiamiento (si es para gastos corrientes de consumo o para gastos de capital de inversión).

Pero en ese momento costaba ver luz al final de cada uno de estos túneles. La solución fiscal requería en la Argentina una fenomenal reducción del tamaño del gasto público: en ese entonces (2017), el del sector público nacional representaba todavía 9 puntos del PBI, más alto que en 2003 (previo al periplo kirchnerista). Resultaba un proceso harto complejo por donde se lo mirase. En tanto, la solución externa necesitaba un enjundioso y perdurable salto exportador.

Puestos los dos déficits en números, el fiscal total (contando los intereses de la deuda) rondaba unos US$ 35 MM (al tipo de cambio

de aquel momento). Y el rojo externo, medido por la cuenta corriente del balance de pagos, era de una magnitud parecida al fiscal: otros US$ 30 y pico de MM. Un doble desbalance por casi US $ 70 MM, o alrededor de 11 puntos porcentuales del PBI (6 fiscales y 5 externos).

Encauzar los déficits gemelos es muy difícil, en la Argentina y en cualquier parte del mundo. Se requiere un programa económico superconsistente, amalgamar la economía con la política y contar con un contexto internacional favorable. Tener en claro, además, que es difícil aspirar a otros objetivos adicionales en simultáneo.

Para colmo, existía una macrocontradicción. Para concretar la convergencia fiscal se necesitaba crecimiento económico fuerte y constante (para recaudar y reducir el tamaño del gasto público), un tipo de cambio real bajo (para no encarecer la deuda pública en dólares) y una tasa de inflación que tardara en declinar en el tiempo (para que la recaudación nominal no cayera abruptamente y licuar gasto en términos reales). Por el contrario, concretar la convergencia externa requería lo contrario que lo fiscal: que la actividad se recuperara muy lentamente (para que las importaciones no estallaran), un tipo de cambio real alto (para incentivar exportaciones y desincentivar importaciones, hacer más redituable la inversión externa, desalentar el turismo al exterior y encarecer el atesoramiento) y una tasa de inflación rápidamente declinante (para que la suba de los precios no erosione el tipo de cambio real).

Todas estas dudas sobre la doble convergencia fiscal y externa, el gobierno las simplificaba y «hacía converger» en las planillas de Excel de los CEO de la Jefatura de Gabinete. En aquellas planillas, «todo cerraba», nada divergía.

Por el lado fiscal, las planillas lucían sustentables porque suponían que se iban a cumplir en serio las metas de reducción del déficit primario y se llegaría al superávit hacia 2021-2022, la economía iba a crecer sin interrupciones al menos 3,5% por año durante varios años, no se produciría un salto brusco del tipo de cambio real (por la deuda dolarizada) y el costo de la deuda iba a ser declinante. La realidad se encargó de demostrar que los planetas se alinean muy de vez en cuando. Así, las metas fiscales no se cumplieron, la economía entró en recesión, saltó el tipo de cambio

real y se encareció el costo de la deuda. La planilla fiscal de Excel hizo agua, a principios de 2018 a la Argentina se le cerraron los mercados de capitales, sobrevino una disrupción cambiaria-financiera y el gobierno tuvo que recurrir a la asistencia del FMI (cuadro 11).

Cuadro 11. La planilla Excel de la sustentabilidad de la deuda pública (en porcentaje)

	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos públicos / PBI	20,2	19,9	18,9	19,1	18,9
Gasto primario / PBI	24,0	24,1	22,8	22,2	21,4
Déficit primario / PBI	3,8	4,2	3,8	3,2	2,5
Intereses / PBI	1,3	1,6	2,1	2,1	2,2
Déficit financiero / PBI	5,1	5,8	6,0	5,2	4,6
Deuda del Tesoro con el sector privado / PBI	**26**	**28**	**32**	**37**	**39 ↓**
					2019 real: 53

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda.

Por el lado externo, las planillas presuponían precios internacionales tirando a buenos, buen clima para las cosechas, una demanda internacional firme para nuestras exportaciones (por ejemplo, Brasil reactivando), un tipo de cambio real competitivo, etc. A la postre, como ocurrió con los supuestos fiscales, poco de todo eso sucedió. Finalmente, el sector externo ajustó a los golpes, producto de una fuerte devaluación y una recesión: se desplomaron las importaciones, cayó la demanda de divisas para turismo al exterior, etc.

Detrás de la convergencia virtual de las planillas Excel había supuestos demasiado optimistas, casi irrealistas. Implicaba que se alinearan todos los planetas. Era hacerse trampa en el solitario. Hasta que se chocó contra la realidad de la macroeconomía.

8

«MACRI NO TUVO TIEMPO DE GARDEL»

Desde 1983 para acá, todos los presidentes (salvo De la Rúa) gozaron en algún momento de su mandato de algún *boom* o mini-*boom* económico: más o menos fuerte, más largo o más efímero. Una bonanza vigoriza el proyecto político del oficialismo de turno, lo oxigena, lo proyecta en el tiempo.

Alfonsín tuvo su «bonanza» durante el Plan Austral: en 1986 el PBI subió 7,4% y en doce meses (julio 1985-julio 1986) la tasa de inflación se desplomó del 1000% al 50% anual. Duró poco y el gobierno terminó en medio de una hiperinflación, pero fue un oxígeno transitorio para un momento difícil y en un mandato largo de seis años.

Menem tuvo su «bonanza» en dos etapas, una en 1991-1994 y la otra entre mediados de 1996 y principios de 1998. Fueron dos períodos de fuerte suba del PBI y, desde 1992, bajísima inflación. Entre ambos se filtró la crisis del Tequila (que se resolvió) y desde 1998, el combo crisis de Rusia-superdólar-derrumbe de precios agrícolas-devaluación de Brasil. El proyecto político de este oficialismo se consolidó, Menem fue reelecto en 1995 y recién perdió vigor hacia fines de 1997, con el rechazo a otra reforma constitucional para un eventual tercer mandato y la derrota en la elección legislativa contra la Alianza (cuadro 12).

Cuadro 12. Bonanza económica y elecciones

Promedios anuales (%)

Presidente	Bonanza	
Alfonsín	1986: Plan Austral PBI: 7,4 Inflación: bajó de 1000 a 50 anual entre junio 1985 y junio 1986	Triunfo
Menem	1991-1994: PBI 7,5 - Inflación 9* 1996-1998: PBI 5,7 - Inflación 0,5	Triunfo
Kirchner	2003-2007: PBI 8,8 - Inflación 10,5	Triunfo
C. Fernández (I)	2010-2011: PBI 8 - Inflación 25	Triunfo
	Sin bonanza	
C. Fernández (II)	2012-2015: PBI 0,4 - Inflación 30	Derrota
Macri	2016-2019 (e): PBI -0,75 - Inflación 37	

* Excluida la «colita» hiperinflacionaria de 1991.

Néstor Kirchner usufructuó una «bonanza» económica casi a lo largo de todo su mandato (que por supuesto, más allá de su capacidad y habilidad para recuperar la gobernabilidad políticamente hablando, económicamente contó con la ventaja clave de heredar una economía que venía saliendo de la crisis terminal de 2001-2002 y tenía buenas perspectivas): entre 2003 y 2007 el PBI creció a un ritmo de 8,8% anual. La tasa de inflación fue en ascenso (bien medida, llegó a 20% en 2007), pero quedó en un segundo plano social frente a tamaña reactivación. En medio de esta bonanza, Cristina Fernández ganó la elección de 2007 y le dio continuidad al proyecto político del kirchnerismo.

En el primer mandato, Cristina Fernández también tuvo su «bonanza»: después de un 2008 moderado (muy afectado por la crisis del campo) y un muy recesivo 2009 en medio de la crisis mundial, la sequía y la fuga de capitales, el bienio 2010-2011 fue, de la mano de la recuperación internacional, muy positivo para la actividad (el PBI creció 8% anual). La inflación se había arraigado en torno al 20% anual, pero no opacó la bonanza. En ese contexto, en octubre de 2011 el oficialismo obtuvo la reelección con el 54% de los votos.

El segundo mandato de Cristina Fernández transcurrió sin pena ni gloria: primó la estanflación y los controles extremos (cambiarios, de precios, etc.) para eludir una crisis. La bonanza de 2010-2011 quedó atrás en el tiempo y el kirchnerismo perdió la elección de medio término de 2013, y también la presidencial de 2015. La pérdida de vigor de este proyecto político no tuvo un origen exclusivo en los peores resultados económicos, pero

influyeron.

No obstante, quedará en la historia argentina un período de grave crisis asintomática, que curiosamente no explotó, tal cual resulta la tradición argentina. Por supuesto, la posible llegada al gobierno de un Macri exitoso dirigente, diputado y dos veces alcalde de la ciudad de Buenos Aires «jugaba» a favor de las expectativas respecto a qué era posible esperar de la Argentina. El no final de este período histórico en explosión, tal como ocurrió en la hiperinflación de 1989-1990 y en 2001, generó (y genera) un gran debate intelectual y no tanto, sobre las bondades del modelo kirchnerista.

Lamentablemente, y pese al correcto rumbo internacional, el desacierto macroeconómico hizo que el presidente Macri no viviera ningún episodio de bonanza en su mandato. 2016 fue recesivo e inflacionario. 2017 fue de una recuperación modesta con desinflación, pero estuvo muy lejos de un «*boom*». A lo largo de 2018, la economía recayó en recesión y aceleración inflacionaria. Y en 2019 siguió la recesión, se mantuvo alta la inflación y volvieron las turbulencias macro. El balance del cuatrienio es negativo, con una caída acumulada del PBI del orden del 3% y una inflación acumulada del orden del 250%.

En los momentos de bonanza (reactivación, suba del empleo y del salario real), los presidentes en la Argentina «son Gardel». Se sienten todopoderosos en todo sentido, se «agrandan», fortalecen sus proyectos políticos y ambicionan (con apoyo popular) continuar en el poder. En el caso de Macri, no pudo sentirse Gardel en ningún momento.

Desde el retorno de la democracia en 1983, nunca un oficialismo fue reelecto sin la economía a favor. Cambiemos acumuló tres años de recesión con inflación (2016, 2018 y 2019) y solo uno de modesta recuperación (2017). Era un antecedente muy difícil de sortear para la presidencial de 2019.

PARTE III

Elección, paquete fallido y Plan Perdurar

1

GANAR LA ELECCIÓN DE MEDIO TÉRMINO: NECESARIO, NO SUFICIENTE

Un gran logro político del gobierno fue haber ganado la elección de medio término de octubre de 2017 sin el respaldo de un programa económico exitoso, como lo fueron el Plan Austral para Alfonsín en 1985, la Convertibilidad para Menem en 1991 o la salida 2004-2005 para Kirchner. Es cierto que la elección transcurrió «en el mejor momento» económico de Cambiemos (con la actividad subiendo 3% anual y la inflación más de 20% anual). Pero se estaba muy lejos de un *boom*; la gente apenas percibía la mejoría. Todavía se discutían heterogéneamente los resultados.

Macri obtuvo el mismo porcentaje de votos que Alfonsín, Menem y Kirchner (40 y pico) para una elección de término medio sin envión económico. Pero tampoco tenía mayoría en el Congreso, ni tenía automáticamente alineada a la mayoría de los gobernadores, ni contaba con el apoyo explícito de los sindicatos (cuadro 13).

El triunfo sí servía y mucho para relanzar políticamente el gobierno. Era también un guiño hacia los mercados de capitales frente a la duda sobre cuán reversible era el esquema organizacional y macroeconómico vigente frente a una eventual vuelta al populismo intervencionista. Lucía, como ocurrió con Kirchner en 2005, una victoria de elección de medio término que lo convalidaba y consolidaba políticamente. Se la asociaba con la extraordinaria elección de Alfonsín en 1985 en varias provincias y hasta algunos analistas políticos llegaron a categorizarlo como un liderazgo político equivalente a los grandes de la Argentina.

Cuadro 13. Primer test electoral de los presidentes

	% de votos
Alfonsín (1985)	43,5
Menem (1991)	40,0
De la Rúa (2001)	25,0
Kirchner (2005)	42,0
C. Fernández (2009)	30,0
Macri (2017)	41,2

Fuente: MacroView en base a Cámara Nacional Electoral.

En la previa a las PASO de agosto de 2017 estaba la incertidumbre sobre un eventual triunfo de Cristina Fernández en la elección a senadores nacionales de la provincia de Buenos Aires y, por transitividad, sobre un reposicionamiento del Frente para la Victoria en el mapa de poder político. Todo eso había cambiado, rápidamente.

Sin embargo, el triunfo electoral no significaba un cheque en blanco. El 23 de octubre de 2017 posvictoria no tenía el poder de relanzamiento y de «hacer y deshacer» del 10 de diciembre de 2015. Los mercados financieros «celebraron» el triunfo del oficialismo, pero rápidamente quedaron a la espera de qué haría el Presidente en cuanto a los desafíos macroeconómicos pendientes, fundamentalmente en el plano fiscal y en las reformas estructurales que la Argentina mantiene pendientes al día de hoy. Y sobre el pucho se testearía un escenario aún no concretado: la continuidad-profundización de la recuperación de la actividad (evidenciada en esos meses) en simultáneo con un descenso adicional de la tasa de inflación.

Tres balas fiscales ya se habían usado en la primera mitad del mandato y, por ende, no estaban disponibles para la segunda mitad. Una era el rápido acuerdo con los *holdouts* y el exitoso retorno al mercado internacional de crédito: el acceso al financiamiento no fue trampolín de despegue, sino un salvavidas para cubrir el déficit fiscal primario. Otra bala que se desperdició fue la baja de los subsidios a la energía: la suba de tarifas de electricidad y gas generó una caída nominal de los subsidios pero, como se aceleraron otros gastos, el déficit primario no bajó. La tercera bala fue el sinceramiento fiscal: muy exitoso, pero pasó fiscalmente sin pena ni gloria porque se gastó y el déficit no bajó.

La pregunta en ese momento era si el «poder de los votos» se transformaría en un «poder efectivo» para sacar adelante planes concretos y reformas que en algunos casos iban a tener un costo político. En 2018, el gobierno debía bajar el déficit fiscal primario en, por lo menos, un punto del PBI. Al mismo tiempo, quería implementar una reforma tributaria, avanzar con medidas laborales reductoras de costos y concretar un «acuerdo fiscal» con las provincias que no tuvieran costo fiscal adicional para el Tesoro. La agenda fiscal no podía ser inhibidora de la agenda pro inversión, ni al revés, la agenda pro inversión no podía ser un escollo para bajar el déficit. O sea que el camino del «reformismo permanente» anunciado por el Presidente enfrentaba varios desafíos simultáneos, políticos y económicos, que mezclaban lo macro con lo organizacional: cómo compatibilizar la agenda fiscal prometida con una agenda de reformas pro inversión (para mejorar la rentabilidad empresarial y la competitividad de la economía). Tiempo después —y aún hoy— continúa en discusión la idea (de la cual está muy compenetrada la asesoría política del gobierno) de que aquellos presidentes y gobiernos que realizan los ajustes caen rápidamente en su popularidad con riesgo institucional de sus administraciones.

Si en la segunda mitad del mandato no empezaba en serio la reducción del déficit fiscal, el impulso a favor por ganar la elección de medio término y el efecto positivo del lanzamiento de eventuales reformas se iban a diluir. Asimismo, una recuperación económica al 2,5-3% anual no alcanzaría por sí sola para resolver la convergencia fiscal. La consistencia del programa macro requería un esfuerzo fiscal concreto en 2018 y 2019.

Ganar aquella elección de octubre de 2017 era condición necesaria, aunque no suficiente, para extrapolar el proyecto político de Cambiemos. Faltaba todavía ensamblar la pata económica para que el presidente Macri ensayara, sin sobresaltos, un recorrido hacia un segundo mandato «a la Menem» o «a la Kirchner».

› Por estos días, en los pasillos del poder corría una visión ultraoptimista que era compartida en buena parte por el empresariado. El oficialismo se había impuesto en las elecciones y se extendía la idea de «ya sabemos lo que tenemos que

resolver, ya lo pusimos en marcha. En estos años nos llevamos dos sorpresas: la recesión y que la inflación no bajara, pero estamos por el buen camino». Esto era alimentado porque, en el segundo trimestre de 2017, la economía empieza una recuperación que se mantiene hasta el segundo trimestre de 2018, encadenando los únicos 4 trimestres, de un total de 16, de crecimiento económico. Esta suba del PBI confundía y emborrachaba aún más a los optimistas en su pensamiento de que se avanzaba por el buen camino.

En ese momento, nuevamente, era muy difícil sostener la idea de «no tengo el día y la hora, pero esto choca». Me reunía con el Presidente y le explicaba mi postura, pero él, por otro lado, tenía también los informes y comentarios de los CEO y el nuevo ministro de Economía, Nicolás Dujovne.

Fue un momento de conflicto porque, aunque yo estaba en mi año de respetuoso «luto mediático», que es regla en el potrero donde uno se crió, para con los amigos, mis comentarios en diferentes encuentros privados o con clientes trascendían o aparecía algún video tomado por algún asistente a alguna conferencia y se comenzaba a popularizar como «Ojo que se puede ir todo a la …».

Más tarde, tras el acuerdo con el FMI también se popularizó: «Pechuguita con puré de calabaza», en relación a lo que vendría por delante.

Por estos días se hacía gala de la teoría: «Le pifiamos por unos meses». El «modelito» empezaba a mostrar resultados y no se percibía una preocupación fiscal. A pesar de que se tenían mejoras transitorias, como por ejemplo el exitoso blanqueo de capitales, no se modificaba el resultado fiscal, lo que significaba que se estaba llevando adelante una política de expansión del gasto.

2

CUATRO REFORMAS, UNA FÓRMULA

Tras el triunfo electoral de 2017, aparecieron dos triángulos de negociación política. Un primer triángulo tenía un trasfondo fiscal: en un vértice estaba el gobierno nacional necesitando bajar el déficit primario, en el segundo vértice figuraba la provincia de Buenos Aires reclamando la actualización del Fondo del Conurbano, y en el tercero, el resto de los gobernadores no dispuestos a ceder fondos ni para uno ni para otro. Al contrario, el objetivo de las provincias era conseguir más fondos para ellas (a partir de un reparto de la torta que ya era superfavorable, récord, durante la gestión de Macri).

Se negociaban varios temas fiscales en forma simultánea: el Presupuesto 2018, la Ley de Responsabilidad Fiscal con las provincias, la renovación del impuesto al cheque y los pactos fiscales, la actualización del Fondo del Conurbano, la deuda retroactiva que la nación tenía con las provincias por el 15% de la coparticipación mal retenido y la revaluación de los activos de las empresas (que de movida sumaba recaudación por única vez, pero en un segundo round restaba del impuesto a las ganancias).

Especial atención en este planteo fiscal merecía la discusión sobre el sistema previsional. Nadie lo decía en forma contundente, pero lo cierto es que la Argentina tenía y sigue teniendo un sistema jubilatorio quebrado, cuestión que va más allá de una cuestión sobre la edad jubilatoria. El esquema hace agua por todos lados y se destinan por ley cuantiosos recursos tributarios (del IVA, de Ganancias, etc.) para financiarlo. La duplicación de la cantidad de beneficiarios en diez años (vía las moratorias), una fórmula de ajuste de haberes «explosiva» (votada en 2009), más la Ley de Reparación Histórica votada en 2016 constituían una carga fiscal infinanciable.

El segundo triángulo era de índole competitivo: en un vértice estaban las empresas, en otro los sindicatos y en el tercero el Estado. Las primeras pulseaban por bajar los costos y la presión tributaria, los segundos por ganar poder adquisitivo, y el Estado terciaba en la puja buscando reducir la informalidad y no incurrir en costos fiscales adicionales. En este contexto se iban a negociar eventuales cambios en las normas laborales, tributarias y previsionales.

Ambos triángulos debían apuntar a la convergencia fiscal de mediano plazo y a mejorar la competitividad de la economía. Dicho cuantitativamente, para recorrer un camino de convergencia la Argentina debía tender, como mínimo, al equilibrio fiscal primario hacia el final de la década (¿2020?). Era todo un desafío alcanzarlo con, por ejemplo, la presión tributaria en baja. Y además, con el «pack-man» de los intereses de la deuda que habían llegado para quedarse y engrosaban el gasto total.

Frente a los dos triángulos, el gobierno presentó un paquete con cuatro reformas: i) una reforma sobre cómo repartir los recursos entre la nación y las provincias; ii) una reforma impositiva, en principio fiscalmente neutral en 2018, pero con un costo fiscal creciente en los años sucesivos (que aspiraba, en paralelo, a que las provincias disminuyeran el impuesto a los ingresos brutos); iii) una reforma previsional centrada en cambiar la fórmula de la movilidad jubilatoria como elemento vital para reducir el déficit fiscal primario en 2018, y iv) una reforma laboral que aspiraba a blanquear parte del empleo en negro y reducir la litigiosidad. Las tres primeras (el combo «reparto de recursos-reforma tributaria-fórmula previsional») estaban unidas en una misma negociación fiscal con los gobernadores. La reforma laboral iba por un carril paralelo, donde el escollo principal eran los sindicatos (más los antecedentes negativos en esta materia desde 1983).

El acuerdo de Responsabilidad Fiscal con las provincias (topes a la suba del gasto público, control del endeudamiento externo y «hacer algo» con ingresos brutos) contrastaba con la realidad de los últimos tiempos: las provincias habían recuperado el 15% de la coparticipación que iba a la ANSES, colocaban deuda externa sin restricciones y en 2017 habían recibido casi 200% más de transferencias de la nación que en 2015. Había en juego un montón

de ítems: el Fondo del Conurbano, el impuesto al cheque, el stock de deuda por el 15% de coparticipación mal retenido, etc. El Tesoro aspiraba a que sirviera para no seguir cediendo recursos a las provincias y para que estas disminuyeran la presión tributaria.

En el fondo, consistía en una puja política y financiera entre la nación y las provincias por el reparto de los recursos. La nación pretendía que las provincias «compartieran» tanto el esfuerzo de bajar el déficit fiscal como el de disminuir la presión impositiva. Por su parte, los gobernadores (incluso los oficialistas) tenían la misma tesitura de 2016 y 2017: continuar ganando participación en el total de recursos.

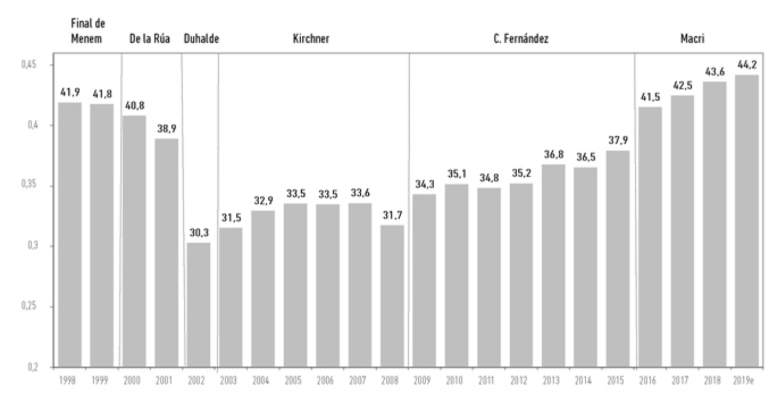
La reforma terminó siendo: i) barajar y dar de nuevo la forma de coparticipación del impuesto a las ganancias; ii) renovar el impuesto al cheque que vencía ese año y reasignar el 100% de este a la ANSES; iii) la ciudad de Buenos Aires cofinanció esta movida (cediendo los recursos extra que recibía del neto surgido de i menos ii); iv) el Tesoro compensó a la provincia de Buenos Aires con fondos adicionales en 2018 y 2019 para «institucionalizar» el monto original de la demanda bonaerense ante la Corte (10% del impuesto a las ganancias, unos $ 65 MM estimados para 2018); v) el Tesoro también compensó a las provincias por dejar de coparticipar el impuesto al cheque; vi) se alcanzó un acuerdo sobre el financiamiento de las cajas previsionales provinciales no nacionalizadas. El acuerdo también contempló el compromiso de los gobernadores a apoyar, en el Congreso, la reforma tributaria y el cambio de fórmula de la movilidad previsional.

Cuantitativamente, la reforma implicó una pérdida de recursos para el Tesoro a favor de Buenos Aires mientras que el resto de las provincias quedó entre neutral y favorecido. O sea, el objetivo original de la nación de recortarles fondos a las provincias y dejar de perder fondos propios quedó anulado por la negociación política. Nuevamente, las provincias le torcieron el brazo al gobierno nacional (cuadro 14).

La reforma tributaria promovió una rebaja impositiva en el largo plazo (2022), pero en el corto plazo era neutra (incluso levemente aumentadora de la presión tributaria). Contuvo una rebaja de costos laborales para algunos sectores (y subas para otros), una reducción en 10 puntos porcentuales del impuesto a las ganancias no

distribuidas de las empresas (con efecto fiscal desde 2020) y un régimen de recupero anticipado del IVA sobre inversiones en seis meses. El cómputo gradual del impuesto al cheque como crédito fiscal en ganancias era otro paso adelante (pero quedó trunco). Recordar que esto era modesto aun en caso de cumplirse. Así lo decían y así estaba presupuestado. Pero se interrumpió.

Cuadro 14. Transferencias automáticas* del gobierno nacional a las provincias como porcentaje de la recaudación (sin recaudación de Seguridad Social ni blanqueo)



* Incluye Coparticipación, leyes especiales, Fondo de la Soja y, en 2016-2017, devolución de 3 puntos por año de precoparticipación que iba a ANSES.
Fuente: MacroView en base Ministerio de Hacienda.

La realidad es que no había chance de bajar impuestos en un horizonte corto de tiempo «por culpa» de la inacción fiscal de 2016-2017, que mantuvo el mismo déficit primario de 2015 y, a la vez, incrementó el taxímetro de los intereses de la deuda. O sea, la mayor dificultad concreta para hacer la reforma tributaria era que no se había hecho nada para bajar el déficit fiscal. Y fue lo que terminó sucediendo. La reforma quedó a mitad de camino y, además, se fue deshilachando o postergando a medida que el déficit fiscal primario y su financiamiento se tornaron insostenibles.

La reforma previsional tenía un módulo de evaluación de lineamientos de mediano plazo: creación de una pensión universal para la vejez, suba gradual de la edad jubilatoria de las mujeres y aportes voluntarios complementarios. Pero eran posibles medidas a

futuro que no ayudaban a la situación financiera de la ANSES de aquel momento: los gastos previsionales explotaban (por las moratorias, la aplicación la fórmula de la movilidad y la Reparación Histórica) y los ingresos se resentían (por la cesión de ingresos a las provincias).

La principal medida de la reforma previsional para reducir el déficit primario de 2018 fue el cambio de la fórmula de ajuste de los haberes. Se modificó la fórmula, atándola excluyentemente a la evolución de la inflación futura, y no a movimientos nominales pasados de los salarios y la recaudación previsional. Es 70% IPC y 30% salarios formales, con seis meses de atraso. También se pasó de dos ajustes por año (en marzo y septiembre) a cuatro ajustes trimestrales (marzo, junio, septiembre y diciembre). En el empalme de los dos mecanismos estaba la clave del ahorro fiscal en 2018 (especialmente, el desfase de tres meses entre lo que consideraba cada fórmula para determinar el ajuste que venía en marzo de 2018).

Cabe hacer aquí un paréntesis respecto a las fórmulas de actualización de los haberes jubilatorios. Desde 2009, los haberes de los jubilados tienen ajustes automáticos sancionados por una ley del Congreso. En 2015 se extendió el ajuste automático a las transferencias al PAMI, las asignaciones familiares, la asignación por hijo y por embarazo, y las pensiones no contributivas. Al final de la película, más de la mitad del gasto público (53%) tiene ajustes automáticos fijados por ley.

Entre 2009 y 2017, al haber jubilatorio se le aplicaron dos ajustes semestrales por año (en marzo y septiembre) con una fórmula que tenía en cuenta la evolución de los salarios y de la recaudación tributaria (durante el semestre previo en el primer caso y durante el año previo en el segundo), con un tope determinado por el aumento de los ingresos del sistema más 3%. Para 2018, se cambió el sistema de ajustes pasando a realizarse cada trimestre, y tal como se precisó en los párrafos anteriores.

En los 12 años de vigencia del sistema de ajustes automáticos las jubilaciones promedio crecieron levemente en términos reales frente al IPC. Entre 2009 y 2019, la inflación promedió 29% cada año (*), mientras que los ingresos de los jubilados aumentaron 30% (**) para los que cobran el haber mínimo y 32% en el caso del haber

promedio.

Separando los 12 años en distintos subperíodos, entre 2009 y 2015 las jubilaciones aumentaron 3 puntos más que la inflación en cada año. Ya durante el gobierno de Cambiemos, en los dos primeros años hubo una pequeña licuación de los haberes mínimos: el IPC promedio fue 32% y la movilidad, 30%. Sin embargo, el haber promedio del sistema subió 35%, como resultado del Programa de Reparación Histórica, que comenzó a aplicarse en 2017 y se tradujo en un ajuste extraordinario y generalizado de jubilaciones para adecuarse a algunos fallos puntuales de la Corte.

Con el cambio de la fórmula de ajuste, el período 2018-2019 significó una caída más marcada de los ingresos de los jubilados. Con una inflación promedio del 50% anual, la jubilación mínima se ajustó 32% y la media 36%.

En realidad, más que el cambio de la fórmula en sí, lo que posibilitó esta licuación fue una «picardía» aplicada en el momento de empalmar ambos regímenes. La fórmula anterior tenía ajustes semestrales y se aplicó por última vez en septiembre de 2017. El siguiente ajuste debía hacerse en marzo de 2018 (seis meses más tarde).

En marzo se aplicó la nueva fórmula, pero tomando en consideración un trimestre para el ajuste, es decir que, con el cambio de periodicidad en la movilidad, se dejó fuera de consideración un trimestre de aumento de precios y salarios, lo que significó una licuación automática de las jubilaciones. Esta «picardía» está hoy en manos de la Corte Suprema de Justicia de la Nación, con pronóstico incierto en el mediano plazo.

Las fórmulas de ajuste automático pueden funcionar bien en situaciones macroeconómicas estables y con una caja de jubilaciones como mínimo en equilibrio, no con déficit. El problema aparece frente a episodios de altas oscilaciones en las variables (precios, salarios, etc.), ya que, debido al rezago en el cómputo de la fórmula, cuando la inflación se desacelera se produce un «efecto arrastre» que incrementa temporalmente el gasto jubilatorio por encima de los ingresos. No es un problema originado en las variables que se incluyan en la fórmula, sino una consecuencia de aquel rezago.

Hubo una triple causa del quiebre del régimen en la Argentina:

i) la incorporación masiva al sistema de jubilados que no aportaron (la cantidad se duplicó en los 12 años del kirchnerismo); ii) la fórmula de la movilidad de 2009, y iii) la Ley de Reparación Histórica aprobada en 2016, que cumplió con un fallo de la Corte por haberes mal liquidados, pero además extendió automáticamente el beneficio a otra gran parte del universo de jubilados. De esta manera, se generó un aumento permanente del gasto sin una contrapartida de financiamiento.

El cambio de fórmula no fue una reforma, sino apenas un parche imperfecto para ganar tiempo. Así y todo, la aprobación parlamentaria del cambio fue políticamente muy traumática y socialmente muy conflictiva. Terminó generando un quiebre que frenó el empuje que traía el gobierno tras el triunfo electoral de octubre de 2017.

Finalmente, estaba la reforma laboral. El proyecto partía de una condonación de deudas con la Seguridad Social: 100% los seis primeros meses (desde la eventual sanción de la ley) y 70% los seis meses siguientes. Además: i) se planteaba un abaratamiento para el cálculo de las indemnizaciones por despido; ii) se facilitaba (y abarataba) la resolución de los conflictos (por ejemplo, se reducía de dos años a uno el plazo para iniciar juicios, las empresas que subcontratan servicios iban a quedar exentas de la responsabilidad solidaria por conflictos entre contratistas y trabajadores, etc.); iii) se disponía un mínimo no imponible (actualizable año a año) para el pago de aportes patronales y la unificación de la alícuota en 19,5% al cabo de cinco años; iv) se introducía un mecanismo de compensación de horas realizadas en exceso en una jornada por la disminución de otra (banco de horas). El rechazo de los sindicatos y la falta de apoyo político terminaron abortando la misión. Solo quedó firme la rebaja de los aportes patronales. Queda, por tanto, este enorme desafío por delante para el futuro presidente.

En conclusión, de las cuatro reformas solo quedó en pie el cambio de la fórmula previsional, algo de la reforma tributaria y la rebaja sectorial de aportes patronales. La reforma tributaria quedó a mitad de camino por los problemas fiscales y la responsabilidad fiscal quedó trunca: la nación siguió cediendo recursos a las provincias y estas no bajaron impuestos (o lo hicieron marginalmente solo unas pocas). Tanto en la convergencia fiscal

como en el salto de competitividad de la economía, «el pescado quedó sin vender».

› Todas estas reformas eran de suma cero. Recuerdo una conversación con el Presidente en la que le manifesté que lo que estaba haciendo en materia previsional (el cambio de la desastrosa fórmula de actualización heredada) era un paso audaz, pero que al final tampoco sería la solución definitiva y la discusión iba a regresar (como ocurre hoy día). Porque, si bien la ley modificó la fórmula de actualización que le habían dejado —que era un desastre—, no solucionaba el problema dado que, en el fondo, se mantenía atada a la inflación (pasada) y se perdía la lógica de un sistema eficiente de reparto.

  El problema fue que, al desastre que significó que el kirchnerismo haya jubilado a personas que nunca habían realizado un aporte y que la fórmula de actualización era muy mala, Subjefatura de Gabinete lo empeoró agregándole la Reparación Histórica, algo que hasta el kirchnerismo «pedaleaba» por la escasez de recursos. Aunque con «lógica». Dada la falta de recursos, se ocupaba de apelar exclusivamente en los casos que hicieron juicio y pagaba acorde al bolsillo presupuestario. No lo justifico, pero hasta el propio kirchnerismo terminó aprendiendo Escasez I, de la Facultad.

  Ahora, Cambiemos estaba con los votos y mostraba la sensación de que Macri podía hacer lo que a principios de 2016 no pudo. Sin embargo, eso comenzó a diluirse muy rápido.

  Se estaba gestando nuestra idea de «día y hora no tengo, pero…». Comenzaba a vislumbrarse un 2018 con todos sus problemas, porque se confirmaba la idea de que en 2016 y 2017, en vez de trabajar sobre la herencia recibida, se había hecho algo parecido a lo anterior —siempre en el plano macroeconómico—, financiado esta vez con endeudamiento externo.

---

* Medido con el IPC alternativo, elaborado por MacroView para el período 2009-2015, y luego el IPC Nacional elaborado por el Indec, todo expresado en variaciones promedio para cada año.

** Medido como la variación en cada año del haber medio cobrado contra el promedio de lo cobrado el año anterior.

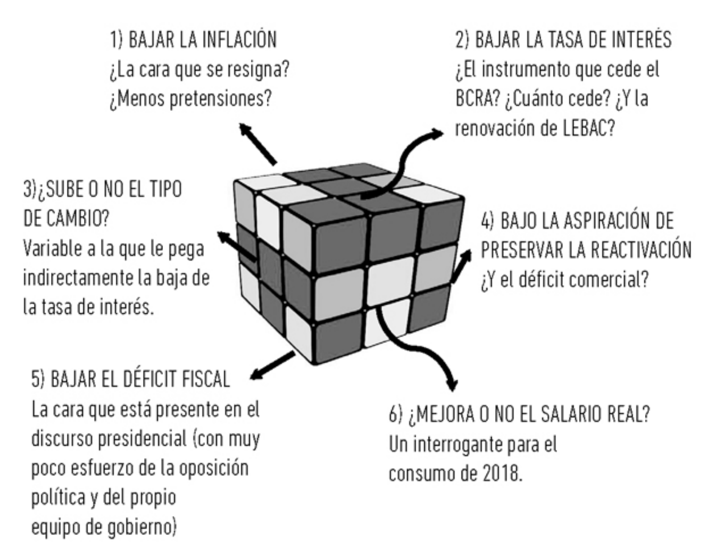
3

EL CUBO MÁGICO

Pasada la elección de medio término de 2017, el escenario macroeconómico para 2018 seguía condicionado por los desbalances no resueltos y los modestos resultados en materia de reactivación y desinflación. Obviamente, a esa altura era un escenario sujeto a qué paquete de reformas saldría del Congreso (que finalmente fue muy deslucido).

La macro estaba en ese momento sujeta a lo que Rodolfo Santangelo había denominado la restricción del juego del «cubo mágico». Es el juego de las seis caras que hay que acomodar y, como no se cuenta con un tutorial que sirva de hoja de ruta, cuando se acomoda una se desacomoda otra. Parados a fines de 2017, las seis caras de aquella macro eran: cómo bajar la inflación sin frenar la reactivación, cómo subir el tipo de cambio sin que impacte en los precios, cómo mejorar el salario sin erosionar la competitividad ni recalentar los costos, cómo bajar la tasa de interés sin dificultar la renovación de las Lebac ni alimentar el atesoramiento en dólares, cómo reactivar la economía sin que suba la inflación ni explote el déficit comercial, y cómo bajar el déficit fiscal sin bajar la actividad ni subir la presión tributaria. Como en el juego, lucía imposible acomodar las seis caras al mismo tiempo. Siempre con la esperanza de que hay países (la mayoría) que tienen resuelta o bastante avanzada la solución del cubo mágico (cuadro 15).

Cuadro 15. El cubo mágico de la macroeconomía argentina 2017-2018



Fuente: MacroView.

Como típico escenario macro de cubo mágico, con desbalances fiscales, monetarios y cambiarios y resultados endebles (en actividad e inflación), era permeable a «desviaciones» que podían alterar la inercia para peor. Caer en «desviaciones» implicaba, dentro de la tónica general de ese momento, caer en problemas aún más complejos.

Tres de las posibles desviaciones endógenas del escenario base para 2018 que podían complicar eran: que se frenara la actividad y la modesta recuperación terminara licuándose del todo; que la tasa de inflación dejara de bajar y se abortara el frágil proceso de desinflación; que el tipo de cambio por algún motivo rebotara y subiera más que la inflación y la tasa de interés. Estas eran posibles desviaciones no terminales, pero que podían conducir a alteraciones forzadas del programa económico, a un deshilachamiento de resultados; o sea, a un escenario más delicado.

Además de las cuestiones macro endógenas, siempre estaba el riesgo latente de que se revirtieran las condiciones favorables en el financiamiento internacional y local. Por eso, era condición indispensable, primero que nada, que no se gatillara un evento negativo en el mundo (que afectara a escala global a todos) ni que los mercados empezaran a ver con ojos más escépticos casi exclusivamente a la Argentina.

Pero de nuevo, aun en un contexto internacional sin grandes sustos, la macro argentina estaba expuesta a «dilemas criollos» de financiamiento con potencialidad de generar un «problemón». Eran tres problemas de distinto tipo. Uno era que se dificultara el financiamiento externo del déficit fiscal. El Ministerio de Finanzas tenía que conseguir unos US$ 30 MM en el año de deuda soberana para financiar las necesidades del fisco. Otro evento dificultoso podía ser que buena parte de los tenedores de Lebac decidiera al mismo tiempo un cambio de portafolios. El BCRA venía engrosando el stock de Lebac a razón de otros US$ 30 MM anuales. Y el tercero era que se desacelerara el ingreso de capitales privados del exterior al mercado cambiario (préstamos, colocaciones de deuda, inversiones, etc.), que conformaba una masa crítica de oferta de dólares en el mercado de cambios privado, por otros US$ 30 MM. Por lo tanto, eran tres «30 MM» a conseguir, uno fiscal, otro monetario y el tercero cambiario. Y ninguno de los tres podía faltar.

Complicaciones severas en algunos (o alguno) de estos frentes podían abrir la puerta a escenarios de quiebre. Cosa que finalmente ocurrió. La dificultad para armar el cubo mágico dio paso directamente a una disrupción macroeconómica (cuadro 16).

Cuadro 16. Los tres «30 MM»: reflejo del desbalance macro



Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda y BCRA.

4

LA «ANÉCDOTA» DE LA CONFERENCIA DE PRENSA DEL 28-D

La conferencia de prensa del 28 de diciembre de 2017 mostró cómo tres patas de una mesa (la Jefatura de Gabinete de Ministros, el Ministerio de Hacienda y el de Finanzas) unieron fuerzas en un triunvirato para que el BCRA de ese momento (la cuarta pata) se comprometiera a bajar la tasa de interés. El anuncio central fue un cambio en la meta de inflación, desde el techo de 12% a uno de 15% para 2018, pero eso era una excusa, una anécdota. El núcleo de la controversia era un cambio en la política monetaria, una interferencia para bajar la tasa de interés. La sobreactuación de independencia del Banco Central y el Poder Ejecutivo, que era rigurosamente respetada en lo comunicacional, terminó volando por el aire.

En aquel entonces, el BCRA no tiraba la toalla y bregaba para cumplir con una meta de inflación demasiado exigente, inalcanzable para una macro todavía tan desalineada. En el intento (siempre corriendo de atrás), la autoridad monetaria no tenía más remedio que mantener la tasa de interés sistemáticamente alta. El modelo monetario de metas de inflación funcionaba así (en la Argentina y en cualquier parte del mundo): cuando la inflación estaba por arriba de la meta, el BCRA subía la tasa y solamente la bajaría cuando viera que la inflación se cuadrara dentro de la meta.

Teóricamente, para gente que pregonaba tanto el funcionamiento de una economía acorde a lo que la teoría señala, dado que la inflación no bajaba, hasta la tasa se quedaba corta y justamente era lo que el Ejecutivo todavía quería bajar.

Los motivos de cada miembro del triunvirato para «presionar» al BCRA por una baja de tasas eran diferentes. Jefatura de Gabinete quería diluir cualquier factor potencial que resintiera el crédito y la

reactivación, porque ya pensaba en la presidencial de 2019. Hacienda dependía de la salud de la actividad por otro motivo: cualquier quedo del PBI complicaría, y mucho, cumplir las metas fiscales. Y Finanzas quería una tasa de interés más baja para tener a tiro financiamiento en pesos menos caro en el mercado local. El grueso de las necesidades fiscales se cubría, hasta ahí, con dólares del exterior, pero ante una eventual fatiga financiera internacional con la Argentina estaba la aspiración de tener algo a mano en el banco de suplentes (el mercado local), aun sabiendo que es un jugador mucho más limitado y de menor recorrido.

No era un triunvirato que actuaba con integralidad macroeconómica. Cada uno intentaba llevar agua para su propio molino, sin juntar todas las piezas del rompecabezas. Lo mismo valía para el BCRA: se había fijado desde el vamos bajar la inflación a una velocidad que no encastraba con el respaldo político, la endeblez fiscal y las necesidades de financiamiento de aquel momento.

En el fondo, el triunvirato tenía miedo de que, para bajar más la inflación, la economía argentina cayera en el «modelo brasileño» de tasas altas, actividad baja, atraso cambiario y déficit externo. Es lo que ocurrió en algunos momentos en Brasil (no en todos) después de haber adoptado el esquema monetario de metas de inflación.

Volvía a aparecer el dilema de la simultaneidad de la Parte II del libro: con los desbalances macro internos vigentes, bajar la inflación al ritmo que aspiraba el BCRA chocaba contra la velocidad de recuperación del nivel de actividad que aspiraba el gobierno. Las dos cosas a la vez no se podían hacer. Era un cortocircuito siempre latente. Y el triunvirato trajo este conflicto otra vez al centro de la escena.

La flexibilización de las metas de inflación (desde un techo de 12% a otro de 15% para 2018) no aseguraba un ritmo de reactivación que se notara en la calle y que fuera sostenido a lo largo de los trimestres. Asimismo, antes del cambio de las metas iba a costar perforar sostenidamente el 20% anual de inflación sin pagar altos costos en términos de actividad. ¿Y después del cambio?: también. El dilema de la simultaneidad reactivación-desinflación iba a seguir presente.

La pregunta práctica clave en medio de la controversia era

cuánto bajaría el BCRA la tasa de interés. Con el techo inflacionario elevado a 15% anual, tenía un poquito más de margen, pero no mucho. ¿Qué haría el BCRA con la tasa de interés si hacia mediados de año la inflación todavía no perforaba el 20% anual y desafiaba la nueva meta de 15%? La dificultad de perforar contundentemente el 20% anual de inflación le ponía un piso alto a la tasa de interés, por más que le pesara al triunvirato Jefatura-Hacienda-Finanzas. La macro imponía los ritmos y los límites.

Además, el BCRA tenía que estar atento al mercado cambiario, al nivel de actividad y al mercado monetario (Lebac, crédito y la demanda de pesos del Tesoro). Por el lado cambiario, había que ver cómo se «calibraba» el tipo de cambio ante una eventual rebaja de la tasa de interés. En este punto, había que tener presente que parte de la oferta de dólares que nutría al mercado cambiario (*carry trade* y préstamos) era sensible al nivel de la tasa de interés interna. Por el lado de la actividad, el BCRA iba a tener mayor «disposición» (y recibir más presiones) para bajar la tasa de interés si la recuperación de la actividad daba en los próximos meses muestras de fatiga. Y viceversa. Finalmente, el mercado monetario estaba muy «contaminado» por el test permanente de renovar un stock de Lebac creciente, que le ponía un piso a la tasa de interés.

En conclusión, la «calibración» de la política monetaria (como si se pudiera tocar la botonera y obtener los resultados deseados) no solo seguía siendo interpretada como un juego en el margen de un país estable (imposible de razonar en la Argentina y totalmente alejado de lo que luego vendría), sino que además apuntaba a priori a bajar la tasa de interés y preservar el crédito y la actividad (y de rebote, ver si subía algo el tipo de cambio para moderar el atraso que se estaba acumulando). El cambio de meta de inflación de 12 a 15% para 2018 era una excusa para incidir en la política monetaria del BCRA. Como ocurre en todos los casos, más allá de las aspiraciones de la política, la última palabra la iba a tener la macroeconomía. El riesgo era no quedar a mitad de camino: con la tasa de interés «más baja pero todavía alta», la inflación tirando a «alta», el tipo de cambio real «igual de bajo» y la actividad pinchándose. Y encima, con un BCRA con menos reputación.

Muchos consideraron (especialmente en el exterior) aquella conferencia del 28 de diciembre de 2017 como el punto de quiebre

del programa económico y el principio del fin, que terminó en la disrupción cambiaria de 2018. Era una exageración. En verdad, el programa macro estuvo mal parido desde el inicio y fue acumulando desbalances que lo hacían divergente desde antes de la conferencia. Lo del 28 de diciembre fue un eslabón más, una anécdota en el contexto de un programa que no convergía. La sobreactuación de independencia voló por el aire.

› Recuerdo que nos pusimos a ver la conferencia de prensa con Rodolfo Santangelo en la oficina, concentrándonos en el significado estrictamente voluntarista de los CEO y su posibilidad nula de éxito, más que en el impacto simbólico que tuvo para los mercados ver al presidente del Banco Central ahí sentado.

Conversábamos y la conclusión a la que llegamos en ese momento frente a la tele era que ellos creían que con la conferencia de prensa le estaban dando una solución al bienio desperdiciado. Estábamos a años luz de que una conferencia de prensa lo solucione «bajando la tasa de interés 4 puntos, de 28 a 24% anual».

Debo reconocer que, mientras pensábamos en las posibilidades, nos perdíamos el efecto simbólico que significó para el mundo forzar al presidente del Banco Central a sentarse a esa mesa y cambiar las metas.

Había en el medio de todo esto la idea adicional de que Sturzenegger se sacara las Lebac de encima y las colocara Caputo para la Tesorería. Con esta operación, supuestamente se sacaba el problema al presidente del Central (dado que Federico no entendía nada sobre colocación del mercado de capitales), según los precursores de la discusión, y generaba, en manos de expertos del Tesoro y las Finanzas, que Hacienda tuviera financiamiento local para depender menos del exterior.

En este contexto, empezamos a definir que, en lugar de generarse el resurgimiento que todos esperaban para dejar atrás dos primeros malos años, comenzaba a surgir la idea de que iba a aparecer lo que hasta entonces no había aparecido. Sin embargo, desde el gobierno nació el Plan Perdurar.

5

EL PLAN PERDURAR

Este es un capítulo de recapitulación del primer bienio 2016-2017 del gobierno del presidente Macri y deja plasmado cómo se perfilaba el segundo bienio 2018-2019, antes de que se desencadenara la crisis macroeconómica que obligó a recurrir al FMI y barajar y dar de nuevo.

El 10 de diciembre de 2015 el gobierno heredó una economía muy desbalanceada (por los desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios acumulados), que finalmente no explotó, y un set de precios relativos totalmente desvirtuado y sin corregir (con el bajísimo tipo de cambio oficial «de 9 pesos» y las tarifas públicas ridículamente atrasadas). No fue solo heredar la década previa. Además, es verdad —y esto vale para otros gobiernos que precedieron a Macri— que también juega la herencia argentina de «setenta años» de déficits fiscales endémicos, crisis cambiarias recurrentes, altísima inflación y el dilema de la bimonetariedad sin resolver (salvo en contados y transitorios períodos).

Frente a la herencia, el gobierno se manejó con aciertos y errores. Entre los primeros, contaron el cambio de rumbo, la reinserción internacional de la Argentina, el acuerdo con los *holdouts* y el retorno a los mercados de capitales. Entre los segundos, se destacaron la subestimación de la aceleración inflacionaria por la unificación inmediata del mercado cambiario (el hipotético cero *pass-through* que no fue cero), la asimetría entre el hiperactivismo monetario y la inacción fiscal y, más allá de las valoraciones sociales (sin ninguna demanda hasta ese momento), la Reparación Histórica que elevó permanentemente el gasto previsional sin una contrapartida permanente de recursos, que profundizó el déficit de la ANSES.

En el camino, cayeron en el agujero negro fiscal el muy exitoso

sinceramiento por el lado de los ingresos, la fuerte reducción de los subsidios energéticos y la mayor «eficiencia» en el gasto de infraestructura. A pesar de estos tres factores, el déficit primario se mantuvo constante y el déficit total (sumando los intereses de la deuda) subió.

En términos de resultados, en 2016-2017 la economía no enamoró. La actividad se contrajo en 2016 y luego recuperó lo perdido (y un poquito más) en 2017. La tasa de inflación fue muy alta en 2016, carcomió el salario real y las jubilaciones y se desaceleró al año siguiente, al promedio kirchnerista del 25% anual. Fue imposible eludir el dilema de la simultaneidad: bajar fuerte la inflación sin afectar la actividad económica. La anunciada lluvia de inversiones privadas no se plasmó, la exportación no despertó y el déficit externo apareció rápidamente en 2017, no bien la actividad dio signos de revitalizarse. A pesar de esta economía poco atrayente, el oficialismo ganó con claridad la elección legislativa de medio término.

Tras el triunfo de octubre de 2017, el gobierno lanzó un conjunto de reformas económicas en el marco del llamado «reformismo permanente». El contenido del paquete de avanzada fue la reforma previsional, la tributaria, el Consenso Fiscal con las provincias y la reforma laboral. Dentro de este proceso, se aprobó el Presupuesto y se sancionó el revalúo de activos empresarios.

Pero este impulso oficial en lo político y la idea del reformismo permanente en lo económico chocaron en el camino contra el altísimo costo político de aprobar la reforma previsional, un acuerdo con los gobernadores peronistas que resultó ser muy frágil, la marcha atrás de la reforma laboral, los costos del necesario proceso de actualizar las tarifas públicas y la caída de imagen en las encuestas.

En el plano macroeconómico, la conferencia de prensa del 28 de diciembre generó dudas y dejó al BCRA debilitado y a su política antiinflacionaria, como mínimo, descolocada. Como frutilla de la torta, el contexto internacional se tornó más confuso, los mercados de crédito menos fáciles y el clima jugó en contra (sequía) y recortó la cosecha 2018. En síntesis, por diversas razones el empuje oficialista posterior al triunfo electoral se fue licuando rápidamente.

El programa económico lucía menos visible en cuanto a

objetivos y contenidos. Desmenuzándolo parte por parte, las reformas quedaron a mitad de camino, salvo el cambio de la fórmula previsional: la tributaria a esa altura ni se había reglamentado, las provincias recibían más fondos contra una promesa de poner en caja el gasto público y bajar impuestos (que nunca sucedió), y la reforma laboral estaba en veremos (hasta que se cajoneó definitivamente). La política antiinflacionaria del BCRA quedó difusa. La política de reducir el déficit fiscal primario estaba esencialmente atada a que siguiera mejorando la actividad y a que no bajara tan rápido la tasa de inflación, mientras el taxímetro de los intereses de la deuda seguía corriendo. Con los mercados financieros menos accesibles, se tornaba más caro financiar el déficit fiscal tomando dólares del exterior; y cubrir la diferencia con pesos del mercado local era una expresión de deseos (nada barata), más que un plan ejecutable sin pagar costos en términos de *crowding-out* crediticio al sector privado y suba de la tasa de interés. Finalmente, estaba el *quo vadis* de la política de «flotación» cambiaria en un contexto en que la tasa de inflación parecía más reacia a bajar y hasta el propio gobierno lucía más propenso a convivir con tasas de dos dígitos anuales.

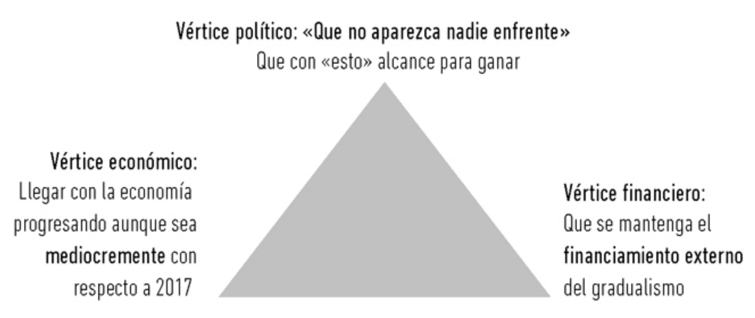
La conjunción de la pérdida del envión político, la contrariedad del Presidente respecto a los resultados de la economía, un contexto financiero internacional menos fácil para financiarse, la mala suerte climática y su impacto sobre la cosecha de 2018, un sector externo en rojo creciente por la baja respuesta de la exportación, un déficit fiscal que bajaba a cuentagotas por las dificultades para avanzar sobre el gasto público, una reactivación con techo bajo, una inflación con piso alto, una situación social en equilibrio inestable, un Congreso impredecible y sindicatos irascibles originaría lo que se definió como hipótesis y escenario posible del «Plan Perdurar».

El Plan Perdurar estaba pensado con cabeza política dentro de la usina del oficialismo y tenía como principal objetivo sostener el statu quo para llegar decorosamente y con chance de ganar la elección presidencial en 2019. Había una especie de reconocimiento implícito de que existían demasiadas restricciones políticas, sociales y de herencia macroeconómica para plasmar un modelo económico que enamorase, con resultados contundentemente positivos en actividad, inflación, empleo y poder adquisitivo. La consigna era

adecuarse a una economía de tono más gris, sin entusiasmo, pero sin crisis (cuadro 17).

Una pata del plan iba a ser imponer una agenda de temas no económicos para mantener el centro de la escena (caso emblemático: el aborto), dividir a una oposición que en verdad no solo no reaccionaba, era débil y venía otra vez de ser derrotada categóricamente, y «correr» dentro de lo posible a un costado a la poco atractiva economía. Como contrapartida, la apuesta política-electoral de mediano plazo del Plan Perdurar era que la oposición no reviviera, que el peronismo se mantuviera desmembrado, sin un candidato atractivo para 2019. La ventaja: no era mucho el tiempo que quedaba para descubrir, lanzar, financiar y posicionar con chance seria a un candidato. La principal referencia seguía siendo la expresidenta Cristina Fernández (que en ese entonces lucía debilitada luego de la derrota electoral de 2017 y con un techo muy bajo). El oficialismo llevaba las de ganar con algunos candidatos instalados (como el propio Presidente y la gobernadora de Buenos Aires), aun con una economía que no entusiasmaba.

Cuadro 17. Plan Perdurar



Fuente: MacroView.

La duda histórica que enfrentaba el Plan Perdurar era que no había antecedente de un gobierno reelecto no respaldado por una economía que enamorara. Tanto Menem en 1995 como el kirchnerismo en 2007 y 2011 fueron reelectos básicamente por los resultados económicos contundentes de modelos exitosos. ¿Podría ser 2019 la excepción a la regla? Era muy prematuro responderlo, aunque el paso del tiempo demostró que es muy difícil eludir esa

regla general.

El Plan Perdurar se sintetizaba en un triángulo donde uno de los vértices era llegar a la elección con una economía «decorosa». El segundo vértice reposaba en que «no apareciera nadie enfrente» por el lado del peronismo. El último vértice, clave, en todo proceso económico mirando la historia argentina del siglo pasado, era más que nada una aspiración: que a lo largo de esta excursión a octubre de 2019 los mercados externos siguieran financiando «normalmente» las necesidades fiscales del Tesoro y que el ministro «estrella» no encontrara obstáculos en ese sentido.

Con el diario del lunes, «el Plan Perdurar no perduró». El primer vértice que cayó fue el del financiamiento externo. Una vez interrumpido, se quebró el vértice económico: de resultados decorosos se pasó a una crisis (con recesión y aceleración de la inflación). Caídos estos dos vértices del triángulo, de a poco el peronismo fue ganando espacio, resurgió de las cenizas y se tornó competitivo.

PARTE IV

La crisis de 2018 y de cabeza al Fondo

1

UNA DISRUPCIÓN TAN SORPRESIVA COMO ESPERABLE

Más allá de que varias veces en nuestros informes señalamos que «no hay día y hora» pero que la inconsistencia reinante auguraba que esta economía, de no modificarse, terminaría mal, nadie podía anticipar con exactitud que entre fines de abril y principios de mayo de 2018 iba a iniciarse una crisis cambiaria, el BCRA en pocos días vendería US$ 7 MM de dólares de las reservas y la tasa de interés de política monetaria saltaría a 40% anual. Ni tampoco una segunda etapa, entre junio y agosto, en que la crisis se exacerbó: el dólar saltó hasta casi $ 40, a pesar de que la tasa de interés rebotó al 70% anual y el BCRA (junto con el Tesoro) vendió un montón de dólares. Pero, de nuevo, la falta de un diseño macroeconómico integral, los desbalances fiscales y monetarios aún no corregidos (especificados en las Partes I a III de este libro) y la morfología de la oferta y la demanda de dólares en el mercado cambiario de la Argentina generaban el caldo de cultivo para un evento de este tipo. Fue una disrupción sorpresiva (podía ocurrir «en cualquier momento»), pero no inesperada (la probabilidad de ocurrencia no era baja).

Más allá de la señalada «genética dolarización permanente de la sociedad argentina en materia de ahorro nacional», durante 2016 y 2017, el tipo de cambio prácticamente no había generado ningún sobresalto ni el BCRA se había visto obligado a vender dólares de las reservas. En todo ese tiempo se registraron apenas dos miniepisodios de tensión: entre febrero y marzo de 2016, en los primeros pasos post-unificación cambiaria, y entre julio y agosto de 2017, por razones políticas (las PASO y el miedo de que Cristina Fernández ganara la elección a senadora por la provincia de Buenos Aires). En el primero, el BCRA respondió subiendo transitoriamente fuerte la tasa de interés (a 38% anual); en el segundo, vendió en el

mercado unos US$ 1,8 MM en una semana. Fueron dos episodios aislados y fugaces, de rápida resolución.

El de los primeros años era, entonces, un mercado cambiario «sin sobresaltos», aparentemente estable, pero con un trasfondo inestable. Operaba con una demanda privada de dólares muy alta y firme (por el atesoramiento y el turismo al exterior) y una oferta basada excluyentemente en el ingreso de capitales golondrina (inversión de portafolios, préstamos, etc.) y en ventas de dólares de las provincias (originados en colocaciones de deuda) y de la AFIP (de la tributación por el sinceramiento fiscal). Las exportaciones eran igual de flacas que las importaciones y se compensaban. La demanda privada de dólares por atesoramiento y turismo sumaba US$ 30 MM por año, y se financiaba con US$ 30 MM de ingreso de capitales (dado que el saldo comercial era nulo).

Era un mercado cambiario aparentemente tranquilo (el dólar no saltaba ni el BCRA perdía reservas). Pero sobrevolaba una inestabilidad potencial: ¿y si aflojaba el ingreso de dólares financieros?, y en segundo orden, ¿si desaparecía el complemento de los dólares públicos que conseguía Luis Caputo en el exterior? ¿Qué haría el BCRA?, ¿dejaría subir el tipo de cambio?, ¿intervendría vendiendo dólares de las reservas?, ¿subiría la tasa de interés?, ¿un mix de las tres?

Al tipo de cambio nominal de ese momento ($ 20 por dólar), la demanda privada de dólares era alta e inmutable, la oferta era muy sensible a los movimientos de la tasa de interés internacional, las tasas de interés locales y los cambios de humor y las exportaciones apenas empardaban las importaciones. El caldo de cultivo estaba, había una tensión estructural potencial.

Por otra parte, los dólares que conseguía el Tesoro en el exterior no los vendía en el mercado cambiario (para no sobrecargar artificialmente la oferta), sino directamente al BCRA contra pesos, por fuera del mercado. De ahí provino toda la acumulación de reservas del Central. O sea que la acumulación de reservas durante ese bienio fue la contrapartida del endeudamiento externo del Tesoro. No fueron dólares provenientes del mercado cambiario, ya que en el mercado cambiario privado no sobraban dólares, más bien faltaban. Si el Ministerio de Finanzas no conseguía más divisas en el exterior, el proceso de acumulación de reservas cesaba: los dólares

que el BCRA vendiera en el mercado cambiario no tendrían reposición.

Contra esta acumulación de reservas (producto del endeudamiento externo del Tesoro para financiar el déficit primario), el BCRA emitió pesos que en una segunda vuelta absorbió colocando pasivos remunerados (Lebac, pases y Leliq). Es cierto, entonces, que la acumulación de reservas era la contrapartida de la emisión de pasivos. Pero el camino de ida de la acumulación iba a ser menos traumático que el de la desacumulación (ante un cambio de portafolios). El BCRA subestimó el camino de vuelta, de devolver los dólares contra las Lebac. En otras palabras, desde el lado del Banco Central siempre esperaban «mansamente» con el instrumento teórico diseñado: el día que vengan los «lebaqueros» los vamos a estar esperando para hacerles «tronar el escarmiento».

La falta de un diseño macroeconómico y, más concretamente, el desbalance fiscal y monetario que se arrastró desde el mismo 10 de diciembre de 2015 se hacían evidentes y se manifestaban en el sobresaliente stock acumulado de Lebac en pesos, equivalente a unos US$ 65 MM. El BCRA emitió estas letras para absorber pesos que emitió «de más» por comprarle dólares al Tesoro (los dólares del endeudamiento externo que consiguió el Ministerio de Finanzas para financiar el déficit fiscal) y así no quedar de arranque fuera de carrera en cumplir la de por sí irrealista meta de inflación. En los hechos, el BCRA igual incumplió la meta de inflación y, encima, las tenencias de Lebac eran desde el vamos una demanda potencial cotidiana de dólares.

Justamente, las Lebac fueron el epicentro del cambio de portafolio que originó la crisis de 2018. Eran los «velociraptores» de la película *Jurassic Park III*: dinosaurios que aparentemente lucían calmos y cuasi domesticados a través de un experimento científico, pero que un día recobraron su salvajismo y destruyeron todo lo que se les cruzó en el camino. Para el BCRA, las Lebac no eran peligrosas, pero terminaron siendo el epicentro de la corrida, la devaluación y la posterior aceleración inflacionaria.

El preanuncio de la disrupción que sobrevendría fue la trabazón del canal de endeudamiento externo del Tesoro. El gobierno arrancó 2018 colocando US$ 9 MM en enero, dinero que hasta ese momento

no necesitaba, y hasta el propio Ministerio de Hacienda «canchereó» pasándolo a pesos y haciendo su propio *carry trade* con el Banco de la Nación. Esta fue la última colocación. Después, solo colocó deuda en pesos en el mercado local (en algún porcentaje, suscripta en dólares). Por su parte, el stock de Letes en dólares dejó de subir. Los mercados empezaban a ser reticentes en seguir financiando al gobierno argentino. Parados en ese momento de 2018, para cerrar la caja fiscal anual (en pesos y dólares) todavía faltaban conseguir unos US$ 14-15 MM. El mercado interno era (es) demasiado pequeño para financiar semejante agujero: hubiera llevado a un desplazamiento insostenible del crédito al sector privado.

El canal directo de la crisis fue el propio mercado cambiario. El primer escalón fue que la oferta y la demanda de dólares se equilibraron a un tipo de cambio más alto. Después, el BCRA tuvo que vender dólares para evitar un salto más pronunciado de la divisa. Finalmente, el tipo de cambio saltó de casi $ 20 a casi $ 40, a pesar de que el BCRA y el Tesoro vendieron en conjunto US$ 20 MM en cinco meses (entre mayo y septiembre). El stock remanente de Lebac potenciales velociraptores todavía era alto. Faltaban aún varios «supermartes» (uno por mes, donde se acumulaban fuertes vencimientos) para llevarlas a cero.

Por un lado, mermó la oferta privada de dólares porque se dio vuelta la inversión de portafolio (el *carry trade*): lo que era un ingreso de fondos se transformó en una salida. El vehículo principal de este cambio de cartera fue el desprendimiento generalizado de las tenencias de Lebac del BCRA en poder de particulares. Por otro lado, se recalentó el atesoramiento hasta niveles altísimos (de pánico), del orden de los US$ 3,5-4 MM mensuales.

La suba de la tasa de interés internacional, algún debilitamiento del real en Brasil (no así del resto de monedas de la región), el impacto sobre la inversión de portafolio (*carry trade*) del impuesto a los tenedores externos de Lebac, la menor cantidad de agrodólares por la sequía, el ruido político por la suba de tarifas, etc., etc., fueron evidentemente posibles disparadores de la tensión. Pero de ninguna manera la causa de fondo. El detonador fue eminentemente el contexto macro local. De nuevo, el gatillo pudo haber sido la conferencia de prensa del 28 de diciembre de 2017, donde se anunció el cambio de metas de inflación que derivó en una baja de

las tasas de interés. O tal vez fue producto de las características especiales propias del mercado cambiario, mencionadas anteriormente. O quizás tuvo que ver con el propio desbalance macro fiscal y monetario sin resolver y la no convergencia de mediano plazo del programa. No existe un «medidómetro» que asegure cuánto de cada cosa. Seguramente fue una mezcla de todos estos elementos. Caldo de cultivo había.

La urgencia era encapsular el evento cambiario a un cambio de portafolio de Lebac; que no contaminara otros mercados (bancos, deuda) ni otros tenedores de pesos. Superado el episodio cambiario, habría que realizar el recuento de daños: que dependería de a qué nivel de tipo de cambio y a qué nivel de tasa de interés se superaba. A mayor deslizamiento del tipo de cambio, mayor sería la presión inflacionaria, y a mayor suba de la tasa de interés, más fuerte la recesión.

El ajuste gradual y positivo que no se hizo el 10 de diciembre de 2015 iba a terminar en uno de shock y negativo, impuesto por la realidad en el tercer año de mandato del gobierno. Sin ir más lejos, y como un símbolo del fracaso del programa económico, para unificar el mercado cambiario, sacar el cepo, resolver el «problema de los futuros» y capear la incertidumbre política y económica del inicio, el BCRA debutó a fines de 2015 con una tasa de interés en 38% anual, que luego seguía pagando al 28%, y aun así al Ejecutivo le resultaba «caro». Tras el cimbronazo cambiario de abril-mayo de 2018, la tasa saltó al 40% anual y en septiembre, al 70%, un nivel que quedó hacia adelante.

El desequilibrio fiscal y el desequilibrio externo de la Argentina eran ambos divergentes y con dinámicas inerciales insostenibles en el tiempo. El altísimo nivel del gasto público, por un lado, y (a pesar de la altísima presión fiscal al sector privado) el bajísimo nivel de la exportación, por otro, (que requería un derrumbe importador) hacían infinanciables tanto el déficit fiscal como el externo.

El programa macroeconómico implementado desde diciembre de 2015 hizo poco y nada en lo fiscal y nada en lo externo para revertir el cuadro de situación y hacer que la doble divergencia convergiera. La dificultad de financiar la doble insostenibilidad era una crónica anunciada, así como que despertaran los velociraptores

(los tenedores de Lebac). Nunca se sabe «el día ni la hora», pero no eran eventos inesperados (cuadro 18).

Cuadro 18. De mercado cambiario a puro carry trade a mercado cambiario a puro superávit comercial ochentista y perdiendo reservas

Mercado cambiario 2016 - 2017 Acumulado del bienio - US$ MM			2018 - 2019 (e) Acumulado del bienio - US$ MM	
Demanda privada muy alta	-58,6			-62,4
Atesoramiento	-29,7	Muy alto	Muy alto	-40,0
Turismo	-19,2			-13,0
Utilidades, intereses	-9,7			-9,4
Sin superávit comercial	1,6		Con superávit comercial	21,5
Con dólares financieros	60,5		Sin dólares financieros	3,1
Carry-trade	20,4	Muy inestable	Salida	-23,5
Dólares de provincias	13,1	Para déficit fiscal		5,0
Préstamos financieros	8,7			11,6
Ventas de entidades financieras	8,3			6,0
Ingresos del blanqueo	5,1	Una sola vez		0,0
Inversión extranjera directa	4,9			4,0
El Banco Central compró algo de dólares	3,5		Ventas del BCRA (reservas)	-20,0
			Ventas del Tesoro (FMI)	-17,8

Fuente: MacroView en base al BCRA.

Si a los déficits simultáneos no los corregía un programa económico, a la larga los iba a corregir la realidad. Fue lo que sucedió. La devaluación del 100%, con el consecuente rebrote inflacionario que trajo aparejado, es parte de esta corrección no gestada por la política económica sino impuesta por los acontecimientos. Un tipo de cambio real más alto y una recesión fuerte «ayudan» a corregir el desbalance externo. Un rebrote de la tasa de inflación «ayuda» a licuar parte del gasto público no sujeto a pautas de precios (*) y a sostener la recaudación. La devaluación, la inflación y la recesión hacen la tarea sucia. Era la crónica de una doble insostenibilidad anunciada.

La explicación de por qué la incertidumbre invadió la economía no hay que buscarla en lo que pasó financiera y cambiariamente en 2018, sino en lo que aconteció macroeconómicamente en 2016 y 2017. Al mal llamado gradualismo le llegó un shock impuesto por la realidad. Lo mismo vale para la disrupción de 2019 post-PASO. La fragilidad económica venía de antes y la incertibumbre política sobre el rumbo económico fue el golpe de gracia.

El episodio cambiario puso en jaque el andamiaje mismo del programa económico. Las planillas de Excel del gobierno sobre la

sustentabilidad fiscal en el mediano plazo se desarticularon. También se archivaron dos de los pilares del programa macro: las metas de inflación y el régimen de libre flotación cambiaria. Las primeras fueron irreales desde el primer día y tras las repercusiones inflacionarias del evento cambiario quedaron heridas de muerte. La libre flotación estuvo asentada desde el vamos sobre bases débiles (una demanda de dólares demasiado alta y una oferta insuficiente y volátil) y con la disrupción «pasó a retiro» hasta nuevo aviso. El mecanismo de financiamiento del sector público entró en crisis. En síntesis, el programa económico entró en boxes. Pero, tal como estaba diseñado y se preveía luego de la crisis, es decir, como fue concebido originariamente, no salió nunca más.

› Los seis meses que transcurrieron entre la conferencia de prensa del 28D hasta la vuelta al Fondo Monetario Internacional estuvieron signados por varios hechos que, aislados, quizás no decían mucho, pero encadenados fueron los que terminaron en el «megacheque» del FMI. El «no hay más plata afuera» a Caputo en enero de 2018, la falta de compromiso de la política opositora y hasta la de algunos integrantes de Cambiemos en el Congreso con la reforma previsional, y el «mal» resultado fiscal de la negociación con las provincias por el Presupuesto 2018, más el fondo del Conurbano (en un juego de suma cero, el Tesoro terminó poniendo todo el dinero) fueron un combo que torció las expectativas.

Si bien, como se ha dicho, el choque era esperable, la conferencia y el combo resultaron un claro gatillo. Esperable, pero aun así sorpresivo.

El trasfondo eran los «tres 30 MM». Por esos días había una inestabilidad absoluta porque el mercado de cambio requería 30 MM de dólares de ingresos privados por año para que la divisa no saltara; por otro lado, la deuda o el fisco requerían otros 30 MM de dólares soberanos para que los vencimientos se pagaran y el déficit fiscal se financiera, y en paralelo, a Sturzenegger se le había ocurrido absorber 30 MM de dólares de Lebac para que no explotara la inflación.

Es cierto que en el medio de este camino habían ocurrido algunas

cosas con el mundo, entre la política de Donald Trump en Estados Unidos y la recesión de Brasil, que afectaron el nivel de actividad de la Argentina. A esto se sumó algo realmente importante: una sequía espantosa, que no fue peor que la de 2009, pero sí fue decisiva en el sector primario. Todas estas cosas influyeron, pero no fueron centrales y a la postre resultaron más excusas que causas.

Apareció así el primer acuerdo con el Fondo, que anunció US$ 50 MM, con un giro de US$ 15 MM de inmediato y sin condicionalidades. La Argentina debía decidir si usaría el resto o se sería de carácter precautorio. En los sesenta días posteriores, el mercado decidió lo primero: los tenía que usar.

---

* Como parte de la herencia kirchnerista, más de la mitad del gasto público (jubilaciones, prestaciones y planes sociales) se ajusta automáticamente por inflación.

2

EL MEGACHEQUE DEL FMI PARA PAGAR LA DEUDA PÚBLICA

Frente al corte del financiamiento externo, el reducido tamaño del mercado de crédito local y la disrupción cambiaria inmanejable desatada desde abril-mayo de 2018, el gobierno optó por recurrir al apoyo del FMI. Fue una decisión política fuerte, con costo, pero inevitable a esa altura del partido si se quería evitar primariamente un *default* de la deuda pública, con posibilidad de espiralización cambiaria e inflacionaria.

En momentos de alta incertidumbre como esos, lo urgente era parar la sangría de los stocks. El foco crítico era que la cola para hacerse de dólares se hiciera muy larga. El BCRA contaba con reservas brutas por unos US$ 55 MM, pero en términos netos (restados los pasivos en dólares del BCRA) eran unos US$ 30 MM. Lucía un nivel muy razonable para coyunturas normales, pero podía devenir rápidamente en escaso en la medida que el pico de incertidumbre no aflojara. Cuanto más se dilatase el episodio, crecía la chance de que la situación se desmadrara por completo.

Una de las secuelas que dejó la crisis mundial de 2008-2009 fue un FMI con una mirada algo más «política», un poco (no tanto) más flexible. Los propios directores del organismo fueron elegidos con ese perfil. Para las economías más problemáticas (como la Argentina), el Fondo adaptó los clásicos *stand-by* de salvataje a variantes en las que los montos de los préstamos son más altos, con un desembolso inicial solo «contra promesas», sin condicionalidades previas (*prior actions*). Los desembolsos ulteriores sí son contra el cumplimiento de las metas del programa macro firmado. Son créditos que tienen por objeto atender problemas de liquidez de corto plazo para países macroeconómicamente frágiles y desbalanceados. El país que lo solicita debe elaborar un programa

económico con metas cualitativas que sirva de base para acordar los desembolsos. No hay espacio para las líneas contingentes (la línea de Crédito Flexible y la Línea de Precaución de Liquidez): son para países con políticas económicas sanas, que eventualmente pueden tener problemas temporarios de acceso a los mercados de crédito.

La visión que el Fondo tenía en ese momento sobre la Argentina encajaba para un acuerdo de asistencia efectiva, no para una línea contingente. Es lo que surgía del informe anual de monitoreo de la economía argentina publicado en diciembre de 2017, titulado «Article IV». En esa oportunidad, hubo dos mensajes: uno «político», positivo, encarnado en los dichos de Christine Lagarde (directora ejecutiva del Fondo), y otro «económico», más crítico, expresado por el *staff* que analizaba la política macro.

El mensaje político resaltaba que el gobierno había encarado la eliminación de distorsiones e incrementado la integridad y la transparencia en las operaciones del sector público. La opinión del *staff* señalaba las vulnerabilidades y los riesgos: un tipo de cambio atrasado, un proceso de desinflación ralentizado, un aumento del stock de deuda y una mayor vulnerabilidad asociada a la dependencia del financiamiento externo.

En la negociación con el FMI, fue fundamental el apoyo político del gobierno de Estados Unidos y su decisión de respaldar contundentemente a la gestión del presidente Macri. La presión del país del norte sobre el directorio del Fondo posibilitó que la Argentina recibiera un préstamo elevado, que hubiera un desembolso inicial voluminoso de US$ 15 MM, solo «contra promesas»; que la gestión fuera rápida, que ante un primer acuerdo fallido e incumplido en junio 2018 se reformulara en poco tiempo un segundo acuerdo en octubre (con fecha de finalización en junio de 2021), y que un alto porcentaje de los desembolsos del préstamo se concentraran entre 2018 y 2019 (durante el mandato de Macri) (cuadro 19).

Cuadro 19. Cronograma de desembolsos del FMI

(en US$ MM)

	2018			2019				2020	2021	Total
	Jun.	Oct.	Dic.	Mar.	Jun.	Sept.	Dic.			
Acuerdo I	15,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	12,0	6,0	51,0
Acuerdo II	15,0	5,7	7,7	10,9	5,4	5,4	1,0	3,9	2,0	57,0
	7,5 BCRA + 7,5 Tesoro							«Remanente» para el próximo gobierno (10%)		
	51,0 (90% del préstamo)									

Fuente: MacroView en base al Memorándum de Entendimiento con el FMI.

El primer acuerdo de junio fue un híbrido y se anunció como un préstamo preventivo de US$ 50 MM, con un desembolso inicial de US$ 15 MM contra un ajuste fiscal más acelerado (pero todavía con déficit primario), un programa monetario con la hoja de ruta del BCRA de ese momento (presidido por Sturzenegger), metas indicativas de inflación y un piso de reservas internacionales netas. La premisa era que el mero desembolso inicial y el paraguas del cheque global bajaran el riesgo-país y tranquilizaran el dólar. No ocurrió. Era un programa híbrido en el sentido de que se mezclaban parte del plan anterior del gobierno con premisas del FMI. El objetivo principal de este acuerdo era evitar un *default* y la premisa esencial era bajar el riesgo-país. Para el gobierno (no así para el Fondo), también era fundamental frenar la escalada cambiaria. No se logró ni una cosa ni la otra. A pesar del desembolso y el paraguas del FMI, el dólar continuó subiendo, el BCRA (junto con el Tesoro) siguió vendiendo dólares y el riesgo-país no paró de subir.

Después del fallido e incumplido *stand-by* de junio de 2018, el gobierno y el FMI oficializaron la reformulación del acuerdo. Por un lado, este volvió a transmitir un fuerte apoyo político del FMI y del gobierno de Trump para con la administración del presidente Macri. Lo validaron la rapidez con que se reformuló y aprobó el acuerdo, el aumento del monto del préstamo (pasó a US$ 57 MM) y, fundamentalmente, la aceleración del cronograma de desembolsos (*re-phasing*). Entre octubre y marzo de 2019 (seis meses), el gobierno recibió algo más de US$ 24 MM (más un refuerzo complementario del Banco Mundial y el BID). Los US$ 24 MM se sumaron a los US$ 15 MM ya desembolsados del Acuerdo I, lo que hizo un total de casi US$ 40 MM en el período junio de 2018-marzo

de 2019 (el 70% del monto total del préstamo).

A pesar del apoyo político y financiero, el acuerdo vino con fuertes críticas de todo tipo. Primero, cuestionó el apresuramiento del Presidente al anunciar el nuevo acuerdo antes de haberse firmado. Segundo, explicitó categóricamente el incumplimiento total de las metas macroeconómicas del acuerdo de junio (FMI I). Tercero, blanqueó el desacuerdo con la política monetaria y cambiaria del anterior presidente del BCRA. Quedó en evidencia que el apoyo político del FMI estaba acompañado a regañadientes por el *staff* del organismo. Permanentemente, a lo largo del documento, se resaltaron los riesgos y los desafíos del programa de la Argentina y abundaron escenarios y ejercicios de sensibilidad adversos.

Este segundo intento de recurrir al FMI, junto con la reformulación del esquema de política macro, tenía como objetivo transitar sin nuevas disrupciones el año de la elección presidencial. Las premisas eran evitar un *default*, pero también frenar la espiral cambiaria-inflacionaria que estaba en ciernes. Eran aspiraciones tan modestas como fundamentales: llegar a la otra orilla el 10 de diciembre de 2019 bajo condiciones cambiarias y financieras maniobrables y un intento de escenario de nivel de actividad e inflación social y políticamente soportable.

En esta segunda oportunidad, la contrapartida del préstamo fue un esquema de emergencia tosco, básico, que apostaba a una restricción monetaria extrema con cambio flotante, oferta y demanda, llegar como fuera al déficit fiscal primario cero en pos de abortar cualquier espiral del tipo de cambio-precios-salarios, y evitar el *default*. Desde el vamos, no era un esquema para sacar a la economía de la recesión en la que se encontraba desde el segundo trimestre de 2018: no era ese el objetivo primordial.

› Entre fines de abril y principios de 2018 empezó la crisis cambiaria, en la que en pocos días el Banco Central vendió los primeros 7 MM de dólares y la tasa de interés pegó un salto y se ubicó en 40%. En esta etapa todavía estaba al frente del BCRA Federico Sturzenegger.

Después viene una segunda etapa, en la que se calma el mercado

cambiario hasta junio, pero lo hace con la venta de dólares y la suba de la tasa. Luego llegan julio y agosto, y la tasa de interés rebota a 70% y el dólar se va a $ 40. Ahí, el Central nuevamente vende una gran cantidad de dólares. Acá ya se había desatado la crisis.

A dos meses del acuerdo que podía utilizarse como precautorio, el 100% se desembolsó para dar origen al vigente Plan Picapiedras.

El gobierno volvió a buscar un nuevo acuerdo con el FMI, y quedó claro algo que el Fondo puso en palabras mucho más tarde, y es que se subestimó la situación.

Durante el proceso, los «fusibles» fueron los presidentes del Banco Central. El ministro de Hacienda, luego de idas y venidas, finalmente continuó en su cargo y, junto con el actual presidente del Central —Guido Sandleris—, está en consonancia absoluta con el Plan Picapiedras.

Las Lebac y sus tenedores fueron actores protagónicos, junto con la genética dolarizadora de los argentinos y el gatillo de la crisis de una macro insostenible. Había llegado el shock impuesto por la realidad. Mientras se daba la corrida, todavía estábamos con una meta de inflación, un régimen de flotación y una planilla Excel, una cosa burda. El mercado ya le prestaba poca atención a todo esto.

El artículo 4 del FMI en 2017 ya había señalado, aunque tarde, los riesgos de la Argentina. Visto así, la conferencia de prensa del 28D, el no a Caputo en Estados Unidos y los velociraptores (lebaqueros que despertaron y decidieron irse) fueron gatillos de un proceso que ya se insinuaba.

3

SALE PLAN PERDURAR, ENTRA PLAN PICAPIEDRAS

El episodio cambiario y la necesidad de mandar el programa económico a boxes pulverizó el Plan Perdurar. Los tres vértices de este plan se desestabilizaron.

Primero fue el vértice financiero. El Perdurar requería que la Argentina continuara recibiendo-obteniendo crédito internacional para poder corregir gradualmente su desequilibrio fiscal y disminuir sus necesidades financieras. No fue posible. Los mercados de crédito se cerraron y el gobierno debió recurrir precipitadamente a la asistencia de emergencia del FMI. Con el *stand-by* del Fondo, se evitó en aquel momento incurrir en un *default*. El corte del crédito voluntario de los mercados puso en jaque al Perdurar.

Segundo fue el vértice económico. El Plan requería resultados «razonables» en cuanto al nivel de actividad e inflación y, cuando menos, que la economía no jugara en contra del proyecto político del oficialismo. El «lance» del Plan Perdurar era seguir evitando el ajuste que no se había querido-podido realizar. Con el Picapiedras —como veremos— no sería posible.

Ya antes de la crisis cambiaria y financiera, la economía se frenaría por el impacto de la sequía sobre la cosecha. Es decir que el segundo trimestre de 2018 iba a ser recesivo de cualquier manera. El problema del corte del financiamiento y la crisis cambiaria profundizaron la recesión y la extendieron en el tiempo y más allá del campo, además de que se aceleró la tasa de inflación. El acuerdo con el FMI ya arrancó con la economía contrayéndose y la inflación más alta. Sin el acuerdo, el impacto sobre el nivel de actividad y los precios hubiera sido todavía más profundo. El resultado final fue que el PBI se contrajo fuerte, la recesión se extendió también a 2019, la inflación en 2018 superó el 50% y en 2019 es igual de alta. Este vértice colapsó. Se pasó del objetivo de resultados decorosos a

una economía jugando claramente en contra del objetivo del gobierno.

El tercer vértice del Perdurar era el político. Con financiamiento relativamente constante y resultados económicos decorosos, la chance de la continuidad política era concreta porque, además, la oposición seguía desarmada y sin peso específico. La única que contaba con una masa crítica de votos era la expresidenta Cristina Fernández, pero con un techo bajo. Para la visión y estrategia política del gobierno, no constituía un problema. Siempre se la quiso como «líder de lo que haya enfrente». El Plan Perdurar, en realidad, no quería que lo político de enfrente percibiera que «su turno» podía adelantarse de 2023 a 2019. Sin embargo, la crisis económica debilitó al oficialismo y «revivió» a la oposición. El peronismo se metió de nuevo en la pelea electoral por la presidencia de 2019.

El Plan Perdurar, entonces, quedó trunco (lo truncó la realidad) y dio paso al Plan Picapiedras del FMI. El programa económico que empezó a regir en octubre de 2018 (en el segundo acuerdo con el Fondo, después de la experiencia fallida e inconclusa de junio de ese año) era paleolítico, rudimentario y cero sofisticado. Parecía sacado de la serie *Los Picapiedras*. No es un comentario despectivo y, además, vino contra el préstamo récord de US$ 57 MM y con desembolsos acelerados. Tenía tres objetivos: sofocar la crisis cambiaria, eludir una espiral inflacionaria y evitar un *default*, objetivos tan modestos como esenciales en medio del descalabro macro de esos meses. El «99,9%» de las asistencias financieras del FMI para países en crisis viene de la mano de estos planes tipo «Picapiedras».

Consistía «simplemente» en: no malgastar las reservas internacionales (ni la plata del Fondo), aplicar un régimen de flotación cambiaria casi pura, eliminar el financiamiento monetario del Banco Central al Tesoro, limitar la emisión monetaria en general y tender lo más rápido posible al equilibrio fiscal primario. Este tipo de planes apuntan mucho más a la estabilidad macroeconómica y de carácter «financiero» (cambiaria, bancaria) en la Argentina, y mucho menos a la reactivación rápida de la economía (por no decir «nada»). La premisa es: primero apagar el incendio, después alcanzar y consolidar la estabilidad, en una tercera etapa emprender

reformas estructurales, para recién después iniciar un proceso de crecimiento económico sustentable. En el medio aparece como cuña la respuesta sobre la (¿in?)sostenibilidad de la deuda y el acceso al financiamiento en el mercado.

Lo prioritario era frenar el drenaje de reservas del BCRA, del orden de los US$ 4 MM mensuales. Un mandamiento «picapiedra» es que no se malgasten los dólares desembolsados por el FMI, que no se vayan por la alcantarilla de la fuga de capitales. Por eso, era esencial frenar el drenaje de reservas. La manera más directa («a la FMI») era dejando subir el tipo de cambio hasta que cesara la sobredemanda privada de dólares en el mercado cambiario y se equiparara al nivel de la oferta de dólares. En aquel momento, el mercado cambiario se «equilibró» cuando el tipo de cambio tocó los $ 40 por dólar. «De paso», el salto cambiario aceleró la tasa de inflación, lo que a su vez ayudó a licuar el gasto público, el salario real y el sobrante monetario. La mayor inflación fue funcional al objetivo de estabilización «picapiedra».

El corazón del mandamiento «picapedrista» cambiario es que el FMI no preste dólares para que argentinos viajen a Miami o para atesorarlos, sino para los pagos de la deuda.

Parte de la estabilización cambiaria en la filosofía fondomonetarista estaba atada a la regla de emisión monetaria «casi cero», el segundo elemento rudimentario del plan. La consigna era cortar de cuajo los grifos de la emisión de pesos (y que la tasa de interés «suba lo que tenga que subir») para cortar la demanda privada de dólares, e incluso para forzar ventas de dólares para cancelar deudas en pesos o financiar capital de trabajo o consumo. Para el FMI, los argentinos no atesoran dólares por una causa cultural, sino porque habitualmente hay demasiados pesos en la calle y en los bancos. La medida fue efectiva: el salto del dólar a $ 40 y la aspiradora de pesos (cuya contracara era una tasa de interés elevadísima) desplomaron la sobredemanda de dólares flujo del mercado cambiario.

La política monetaria de emisión «casi cero» era a su vez el puntapié inicial para bajar la tasa de inflación. La contracara, una abrupta suba en la tasa de interés. Sin embargo, la desinflación no se produjo al ritmo esperado. Se topó con el traslado en cuotas de la devaluación a los precios. Inevitablemente, los saltos cambiarios

aceleran la inflación, especialmente por el lado de los alimentos, las naftas y algunos productos industriales. Más que una inercia inflacionaria al estilo ochentista, era una suba de precios más ligada al salto del dólar (sumada la actualización simultánea de las tarifas públicas).

Por el lado fiscal, la consigna «picapiedra» de mínima para que la Argentina empezara a converger y forjar una sostenibilidad fiscal y de deuda de mediano plazo pasó por alcanzar el déficit primario «casi cero» en 2019. Implicaba, en los hechos, que los ingresos siguieran creciendo mucho más rápido que el gasto público (como había sucedido en 2018). La meta de llegar al superávit fiscal en 2020 era de «larguísimo plazo», considerando que en el camino estaba la elección presidencial. En el mediano plazo, la lógica de la sostenibilidad fiscal es más sofisticada y caso por caso. Aquellos países sin acceso al mercado solo pueden tener déficit primario si crecen a tasas mayores a la del costo de su deuda. Caso contrario, o se tiene superávit primario o, a la larga, se reestructura la deuda de común acuerdo con los acreedores.

La reposición de las retenciones sobre el total de la exportación puso en carrera al Tesoro para acelerar la llegada al equilibrio fiscal primario. El otro instrumento clave fue la licuación del gasto público primario, tanto en 2018 como en 2019 (incluidos las jubilaciones y los salarios). También se desempolvó la tasa de estadística para las importaciones. Sostener a futuro algún tipo de equilibrio primario será muy difícil y tender al superávit, apenas una expresión de deseo, en la medida en que el ajuste se sustente excluyentemente en impuestos distorsivos (como las retenciones) y en licuar el gasto. Yendo más a fondo, el problema previsional es un desafío ineludible hacia el 10 de diciembre de 2019, gobierne quien gobierne. El FMI también apuntará los cañones de lleno a la previsión.

Desde la puesta en vigencia del programa, quedó en claro que el objetivo urgente era salir de la emergencia. Esto implicaba: parar la espiral cambiaria de aquel momento, evitar el *default* de la deuda pública y frenar el fogonazo inflacionario (a decir verdad, que la acelerada de precios primero licuara el gasto público y el costo salarial privado, pero que después bajara las elevadísimas tasas de inflación de 5-6% por mes). Este objetivo primario se logró. Con el

apoyo financiero del FMI y el duro Plan Picapiedras, se paró la espiral cambiaria de la mano de un derrumbe de la demanda privada de dólares. El Fondo sacó a flote el programa financiero 2019 del Tesoro a fuerza de desembolsar aceleradamente casi todo el préstamo antes de las elecciones. Y se frenó una escalada inflacionaria que lucía fuera de cauce, al 5-6% mensual, mediante una restricción monetaria y crediticia récord.

Controlada la emergencia de ese entonces, el plan tenía un segundo objetivo, un poquito más ambicioso: que la macro financiera empezara a estabilizarse. Esto significaba que: i) el tipo de cambio flotara dentro de la zona de no intervención cambiaria sin generar grandes cimbronazos; ii) el déficit fiscal primario tendiera a cero y el Tesoro armara un colchón financiero para la caja fiscal de 2020, y iii) la tasa de inflación bajara otro escalón hacia el 2…% mensual. Alcanzar este segundo objetivo, cierta «estabilización macro», no resultó sencillo y terminó capotando después del resultado de las PASO 2019 (cuadro 20).

Esta dificultad para «estabilizar electoralmente la macro» tuvo repercusión política. Haber sorteado la emergencia cambiaria-inflacionaria de 2018 dejó al oficialismo más debilitado, pero lo mantuvo en carrera, al menos con vida. La estabilización a medias, con la economía en recesión y la inflación todavía alta, no era un combo sencillo de sobrellevar.

El ideal del plan —que este esquema macro de emergencia «funcionara» plenamente— debía activar el siguiente circuito: i) en algún momento, el tipo de cambio debía encontrarse con el piso móvil de la zona de no intervención cambiaria del BCRA; ii) simultáneamente, debía llover para que se normalizara el nivel de la cosecha y la oferta de agrodólares; iii) el BCRA debía comprar dólares y emitir pesos por un monto tal que transformara el corsé asfixiante de aumento casi cero de la base monetaria en una expansión de ¿20% a lo largo del año?; iv) que, como consecuencia, bajara la tasa de interés en pesos sin que el tipo de cambio saliera de cerca del piso de la banda; v) que la tasa de inflación bajase lo más rápido posible; vi) que esto ayudara a cumplir la meta fiscal de déficit primario «casi cero» sin interferir en la recaudación; vii) que, como colofón, bajara el riesgo país para que la Argentina renovara fluidamente un alto porcentaje de su deuda de corto plazo y en

algún momento de ¿2020? volviera a colocar deuda en los mercados de capitales. Este circuito viabilizaba que la recesión no fuera más larga ni más profunda de lo que ya endógenamente iba a ser.

Era un circuito macro donde todas las piezas eran necesarias (ninguna podía faltar) y todas debían funcionar al unísono y acompasadamente (ninguna podía fallar): el programa fiscal, un mercado cambiario que pasara de estar permanentemente sobredemandado a permanentemente sobreofertado (lo saludable era que bajara el atesoramiento y subiera la exportación) y un esquema monetario que no secara exageradamente ni por mucho tiempo el crédito y la actividad.

Cuadro 20. El Plan Picapiedras

		Objetivos		
		Mercado cambiario y dólar	Inflación	Deuda y fisco
Oct.-dic. de 2018 OK	**EN LA EMERGENCIA Plan Picapiedras bombero puro**	Parar la espiral	Que primero licue, y después baje del 5-6% mensual	Evitar el *default*
2019 Se obstaculizó por el dólar y por el riesgo-país	**UN POCO MÁS ALLÁ** (durante 2019) **Plan Picapiedras reforzado**	Que flote pero sin saltos bruscos (lo mismo para la tasa de interés)	Que baje al 2% mensual	Tender a cero déficit fiscal primario. Armar un colchón financiero para la caja fiscal 2020 con parte de la plata de 2019

Fuente: MacroView.

Este circuito se activó por un tiempo corto, entre enero y mediados de febrero de 2019. En ese ínterin, bajó el tipo de cambio hasta el piso de la banda, el BCRA compró dólares y emitió pesos, y bajó la tasa de interés. Sin embargo, duró poco. Al tiempo, el dólar empezó a subir y la tasa de interés volvió a rebotar hasta volver al punto de partida. En el camino, la tasa de inflación se aceleró en marzo a casi 5%. Es decir que el circuito positivo del Plan Picapiedras no se consolidó.

En síntesis, se apagó el incendio de 2018, se logró una estabilización a medias no extrapolable a mediano plazo y no se activó el círculo positivo del plan. En el camino, se emitió el certificado de defunción 2019 de una reanimación del crédito y la actividad económica. Hasta que llegó el resultado de las PASO de agosto de 2019.

› El Plan Picapiedras es un plan muy tosco y rudimentario —de ninguna manera esto dicho en tono despectivo—, diseñado por el FMI, que tiene tres mandamientos: no usarás las reservas, no emitirás pesos y no gastarás más de lo que se recauda en el fisco.
  El paquete tiene dos problemas. El primero es que choca de frente con la política. El segundo es que es tan básico que resulta incontinuable a futuro, y no porque haya fracasado, sino porque fue para una emergencia. Es el capítulo uno de la página uno del libro del primer Fondo, un plan para las emergencias, con riesgo de espiralización y default.
  Vino y cortó la emisión de moneda y está llevando el déficit fiscal a cero. Y aunque aceptó poner bandas, dejó flotar el tipo de cambio. Es un plan muy bruto, muy tosco, pero efectivo para el salvataje para el que fue diseñado.

4

EL TRÁNSITO A LA ELECCIÓN PRESIDENCIAL, UNA CABALGATA EN EL DESIERTO (O «PECHUGUITA DE POLLO CON PURÉ DE CALABAZA»)

El programa económico acordado con el Fondo tuvo poco de novedoso y mucho de «clásico»; es el menú de la pechuguita de pollo con puré de calabaza de hospital, de siempre: desembolsos de fondos contra un ajuste fiscal, un techo de emisión monetaria y un piso de reservas internacionales netas (como contracara de un régimen de flotación cambiaria «bastante libre», con un BCRA vendiendo dólares de manera acotada). El Plan Picapiedras tomó la posta del ajuste que ya había impuesto la realidad. Con lo cual el ajuste lo hizo la realidad, no el Fondo.

Despejar en el arranque del año electoral los riesgos cambiarios y el financiamiento del Tesoro era existencial para el gobierno. Pero, además de estos dos frentes vitales, estaban el nivel de actividad y la inflación. En el contexto del Picapiedras, el pulso tanto de la actividad como de la tasa de inflación lo marcaría, en el corto plazo, la política monetaria del BCRA: cuanto más se encuadrara a la regla de emisión «casi cero», habría más chance de desinflar algo los precios y menos de reactivar la economía.

En la Argentina (como en otros países), es habitual que en los años electorales los gobiernos (en mayor o menor medida) inyecten plata en la calle, busquen mejoras del salario real y abaraten el crédito bancario para aumentar la chance de un triunfo oficialista. Son políticas electoralistas, «licencias o permitidos» temporarios. En general (no es el caso de la Argentina), al año siguiente de la elección los desvíos macro fiscales y monetarios se moderan/corrigen; en nuestro país, suelen acumularse.

Los «permitidos» se concretan a través de diferentes mecanismos de transmisión macro: subas extraordinarias de gasto público y/o

rebajas de impuestos, aumentos en el ritmo de la expansión monetaria (o bajas de encajes bancarios o de las tasas de interés), atrasos del tipo de cambio (para aumentar el poder de compra en dólares o como ancla antiinflacionaria), suspensión de subas de tarifas públicas.

En el año electoral 2019 de la Argentina, el Plan Picapiedras de emergencia del FMI iba a contramano, era «antielectoralista». No estaba armado con una mentalidad política oficialista para llegar a la elección al ritmo de políticas monetarias y fiscales expansivas. Al contrario, estaba concebido para estabilizar la macro financiera con políticas contractivas y seguir corrigiendo los precios relativos, no para reanimar de entrada el nivel de actividad. La idea era que las consecuencias «adversas» del plan (recesión, caída del salario real, etc.) fueran política y electoralmente «menos malas» que una eventual segunda espiral cambiaria-inflacionaria.

En el marco de la dureza de las metas fiscales y monetarias definidas en el acuerdo con el FMI, el gobierno intentó filtrar algunos «permitidos». Eran medidas de alto impacto político y mediático, algún impacto microsocial y sectorial, pero con un mínimo impacto macroeconómico (por ejemplo, Ahora 12, Procrear, descuentos para comprar vehículos, precios esenciales, entre otros). Sin embargo, «lo macro mata lo micro». O sea, la dureza de las políticas monetaria y fiscal del Plan Picapiedras primaban por sobre los paliativos sociales y sectoriales. Eran ayudas que les venían bien a aquellos que les tocaban, pero no torcían la tendencia macro. El espacio para inyectar plata en la calle y reanimar el crédito era muy reducido (por no decir nulo).

Por el lado de la actividad, la cosa pintaba un 2018 muy malo y un 2019 con una salida en forma de «V» solo en el campo (por la normalización de la cosecha después de la sequía de 2018), pero una «L» bien marcada en la ciudad. A la industria manufacturera, el comercio y la construcción (tres pulmones esenciales de la actividad de las ciudades) les costaría más la salida, por su alta dependencia de la situación del salario real y el crédito. Y a estos dos últimos la crisis les pegó de lleno y no se recuperarían (cuadro 21).

Cuadro 21. La recesión de 2018-2019

PBI	2018 II	III	IV	Año	2019 I	II (e)	III (e)	IV (e)	Año
Var. % trimestral	-4,7	-0,3	-1,3		-0,2	2,1	-1,3	0,0	
Var. % anual	-3,8	-3,7	-6,1	-2,5	-5,7	0,6	-0,5	0,6	-1,2
Var. % anual									
Agro	-31,1	-4,0	3,7	-15,3	7,7	50,0	7,0	4,0	24,0
No Agro	1,2	-3,6	-6,8	-1,2	-7,2	-4,6	-1,3	0,2	-4,0
Industria	-1,7	-7,5	-11,9	**-5,0**	-10,8	-6,6	-3,7	1,1	**-5,0**
Comercio	-1,0	-9,2	-13,5	**-4,3**	-12,6	-12,3	-3,5	3,3	**-6,5**
Construcción	5,3	-1,0	-9,5	**1,4**	-6,8	-4,5	-3,6	3,2	**-3,0**
Resto	2,5	-1,2	-3,3	**1,3**	-4,2	-1,4	0,5	-1,2	**-2,6**

Fuente: MacroView en base al Indec y estimaciones propias.

En cuanto a los precios, después de una devaluación fuerte era inevitable un período de no menos de siete u ocho meses de alta inflación. Y la desinflación subsiguiente no fue para nada contundente. Costó domar la inflación para hacerla converger al menos en torno al 2% mensual. Y 2%, que lucía como un éxito respecto al 5-6% de los peores meses de 2018, no era más que volver a las tasas de inflación del gobierno anterior (cuadro 22).

Cuadro 22. La tasa de inflación poscrisis cambiaria de 2018

	Tipo de cambio mayorista (pdp)		IPC	
	$/U$S	Var. % mensual	Var. % mensual	Var. % interanual
Septiembre 2018	38,6	27,86	6,5	40,5
Octubre 2018	37,0	-4,07	5,4	45,9
Noviembre 2018	36,5	-1,54	3,2	48,5
Diciembre 2018	37,8	3,77	2,6	47,6
Enero 2019	37,4	-1,12	2,9	49,3
Febrero 2019	38,4	2,62	3,8	51,3
Marzo 2019	41,3	7,67	4,7	54,7
Abril 2019	43,1	4,28	3,4	55,8
Mayo 2019	45,0	4,31	3,1	57,3
Junio 2019	43,7	-2,80	2,7	55,8

Fuente: MacroView en base a datos del Indec.

En síntesis, la economía argentina de 2019 es un auto destartalado (con fallas estructurales de vieja data, de 12 o de 70

años) que se trasladaba a la elección presidencial a los tumbos por un camino desnivelado (con desbalances macro ajustándose a los golpes), con mala performance (recesión e inflación) y en el trayecto lo agarra una tormenta (la elección). Llegar a destino (el 10 de diciembre de 2019) con ese auto, esa ruta y ese clima representa un desafío que requerirá «muñeca y firmeza en el volante». El Acuerdo con el FMI actúa como el servicio de emergencia indispensable (la grúa). Administrar en el camino las escasas reservas del BCRA será esencial, pero no es el único instrumento ni es condición suficiente. Hay que seguir cumpliendo con los tres mandamientos del Plan Picapiedras: no malgastarás reservas, no emitirás y no gastarás más de lo que se recauda. Una verdadera cabalgata en el desierto.

PARTE V

Carta al próximo presidente

Este libro terminó de ser escrito a pocos días de conocerse los resultados de las PASO del 11 de agosto. La elección determinó hasta allí un claro triunfo de la oposición encabezada por el candidato a presidente Alberto Fernández. El Frente de Todos obtuvo 48% de los votos totales y se transformó en una clara posibilidad de ser gobierno en la elección presidencial de octubre. Primó la regla histórica hasta ahora inviolable de que un oficialismo solo es reelecto cuando la economía anda bien.

Los próximos serán cuatro meses de transición largos y muy complejos, hasta el 10 de diciembre. Primero, porque se sabía desde un primer momento que la asistencia del FMI y un plan de emergencia (el Picapiedras) tenían como objetivo evitar un *default* con un mercado cambiario y el financiamiento del sector público al límite, una tasa de inflación no espiralizada pero muy alta y un corsé monetario y crediticio extremo, que ahogó la actividad y sumó desempleo y pobreza. Segundo, porque en este contexto de fragilidad macro la elección primaria contrastó la continuidad de un oficialismo con rumbo económico capitalista pero malos resultados económicos versus el retorno de una oposición sin una hoja de ruta definida (y con antecedentes populistas e intervencionistas de su gestión anterior). La combinación de fragilidad macroeconómica y una hoja de ruta incierta de la oposición que ganó las PASO dio pie a una transición política y económica que tiene probabilidad de ser desordenada. Habrá que ver si surge un oficialismo pragmático y una oposición constructiva que hagan que el desorden medianamente se encauce y no se espiralice.

No será un proceso lineal. Un ejemplo de transición desordenada ocurrió en 1989 con Alfonsín y Menem. Un ejemplo de transición más ordenada se dio en 2002 en Brasil, con Cardoso y Lula. Un escenario posible es uno volátil, no lineal, con idas y vueltas, donde la clave será la duración medida en días de este proceso. Por supuesto que otro factor central de la transición será el papel que asuma el FMI (y por su intermedio, el gobierno de Estados Unidos) en términos de apoyo político y, fundamentalmente, financiero.

Pero de nuevo, son cuatro meses, que en la Argentina representa una eternidad. Por lo tanto, en las líneas que siguen me centraré

(como fue pensado desde un primer momento) en la tarea que hay por delante a partir del 10 de diciembre próximo.

Como hemos señalado a lo largo de este texto, el presidente Macri recibió el país en un estado frágil en varios frentes. En materia económica, con una crisis que no explotó, casi asintomática, y lo peor, un país totalmente descapitalizado. Para todo aquel que haya estado aunque fuera al frente de un negocio de barrio, la descapitalización es un fenómeno muy complicado. Es un grave problema dado que, si uno decide resolverlo, significa empezar obviamente un período de acumulación, lo que a su vez, para ser exitoso, exige ser generoso con las oportunidades a la inversión y precios competitivos que otorguen una rentabilidad adecuada a esa inversión. Durante el proceso, se generará una indiscutible postergación de cualquier iniciativa sobre mejoras de la distribución del ingreso. Por eso, capitalizar un país y ponerlo de nuevo de pie implica para las futuras generaciones, en la mayoría de los casos, un proceso traumático. No bien asumió Macri, tenía este problema. Es conocida hasta el cansancio mi postura original respecto de que al menos por un tiempo, sin elecciones por dos años, era el mejor momento para poner en autos a la sociedad señalando cómo eran las cosas. Y estaban las bases de un programa macroeconómico integral y consistente. No se quiso, no se pudo, etc., etc. Pero eso no pasó.

Sobre esto, y más allá del correcto rumbo-país que decidió y condujo el Presidente, que debería continuar cualquiera sea el que gane las elecciones presidenciales, hemos señalado también que un rumbo correcto, el mejor, no es de ninguna manera sustituto de un buen programa macroeconómico. Por lo tanto, esta subestimación y la mala praxis completaron el esquema que condujo directamente al FMI, al Plan Picapiedras y a la crisis de la transición. Una vez más, resultó exitoso para lo que fue diseñado: estabilizar el mercado cambiario, evitar la espiralización inflacionaria y alejar el *default*. Llegar al proceso electoral con la mayor tranquilidad financiera posible duró hasta las PASO. Ha sido el mayor aporte en la emergencia, a un enorme costo económico, social y político, dado que —como también fue señalado— se trata de una emergencia y de un «programa» que no estaba hecho para que «crezcan flores en el jardín». Hasta que llegó el resultado de las PASO y se volvió a

complicar. No hay plan que pueda contener una incertidumbre generalizada de raíz política y económica. Lamentablemente, producto del primer error de no atestiguar la herencia, todo se «mezcla» en la pregunta sobre quién es el responsable. Así estaban las cosas al momento de cerrar este capítulo.

Por lo tanto, el futuro presidente que se haga cargo de la Argentina en 2020-2023 tendrá una tarea compleja con la economía desde el primer día de asunción del cargo. No es una novedad histórica; en mayor o menor medida sucede habitualmente en cada traspaso de mandato.

No cabe ninguna duda de que la economía tiene que salir lo más rápido posible de la recesión, quebrar el estancamiento en que está sumergida desde hace ocho años y empezar a superar el retroceso que lleva décadas. No es una novedad que crecer ayuda a resolver los problemas, pero hay que decir cómo se hace, e implementarlo. El resto es puro bla, bla, bla, y por supuesto, récord de bla, bla, bla en medio de un acto electoral.

Así, el presidente Macri completa su mandato de cuatro años con tres en contracción económica: el primero (2016) y los dos últimos (2018 y 2019). O sea, tres de cuatro. El PBI acumula en el cuatrienio una caída del orden del 3,5%. Intercalado entre los tres negativos, hubo una única suba aislada de 2,7% en 2017. Con este retroceso, más lo ocurrido entre 2012 y 2015, el PBI per cápita de la Argentina en 2019 es 9% inferior al de 2011, retrocediendo al de diez años atrás (2009). En este mismo período, economías latinoamericanas como Chile, Colombia, Perú o Paraguay registraron una suba acumulada del PBI per cápita promedio del orden del 20%. Aun creciendo en 2020-2023 al 3% promedio anual en forma constante, al final del próximo mandato presidencial no se volvería al PBI per cápita de 2011. Esto muestra con claridad el proceso estanflacionario argentino que, como novedad, ha venido a sustituir el tradicional *stop and go* histórico del país.

La estanflación saca a la luz problemas, discusiones, riesgos y posibles soluciones que no se dan cuando el país se cae como un piano pero sobre el pucho resurge como el ave fénix (la hiperinflación de 1989, el colapso de 2001-2002). Salir de una crisis rebotando al 8 o 9% anual aliviana todos los problemas y se sigue para adelante pese a la grotesca caída previa. Es muy distinto salir

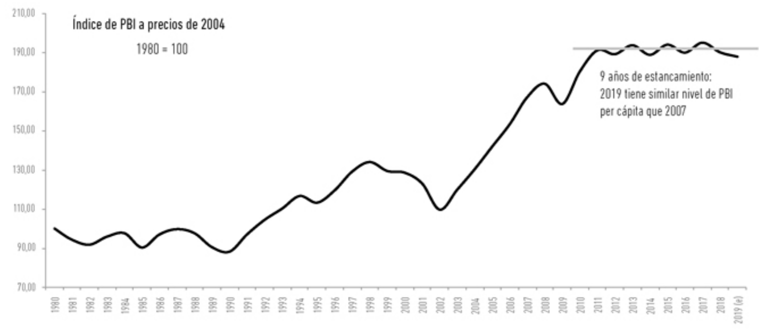
en medio de la paz de los cementerios. Es un evento nuevo, una enfermedad nueva, que inquieta (cuadro 23).

El programa económico que se termine adoptando en 2020 tendrá que contemplar la «necesidad» de volver a crecer. Esto no significa montarse a la recurrente frase política, vacía de contenido, sobre que «el camino no es el ajuste sino el crecimiento» o que «con el crecimiento se arreglan todos los problemas». Más que una expresión de deseo, una frase hecha o querer ir en contra de la realidad y las posibilidades económicas, implica forjar un programa cuyos contenidos, dinámicas fiscales y monetarias, prioridades, instrumentos y *timing* tengan en cuenta que no se podrá forzar la máquina de la convergencia macroeconómica por la fatiga social que se arrastra. Quiérase o no. Con un gobierno o con otro. Y aun con el FMI detrás como telón de fondo.

Habrá que aspirar a un plan completo, con nombre y apellido, integrado, con peso específico propio. El hábito o la decisión política de los últimos tiempos fueron lo contrario: eludir los programas integrales e ir por medidas parciales sectoriales, más micro que macro, aisladas en el tiempo, desarticuladas. «Como si no hubiera ningún plan», como si el objetivo explícito fuera que el Ministerio de Economía «no se notara» y pasara desapercibido, sin hacer olas. Fue la manera de subestimar la política macroeconómica: que no hubiera un plan articulado ni un ministro articulador.

Del mismo modo que no es posible insistir en la obvia frase referida al «crecimiento» para solucionar los problemas, con el neoliberalismo, el Consenso de Washington y no se cuántas otras cosas como responsables, con un «no plan» tampoco podemos insistir en que «el rumbo es el adecuado, no hay más atajos, estamos frente a un único camino», y que la nueva política y el «cambio cultural» han descubierto la pólvora.

Cuadro 23. Nueve años de estancamiento, ¿Fin del «stop and go»?



Fuente: MacroView en base al Indec y Facultad de Ciencias Económica de la UBA.

Ha llegado la hora de que la clase dirigente argentina —políticos, gobernadores, sindicatos, empresarios— y la propia sociedad como un todo estemos a la altura de las circunstancias para cambiar los dilemas del último siglo de este país y salir adelante. Tarea que —como siempre he señalado— excede a una persona, a un partido, a una camiseta.

No hay, por lo tanto, margen para entrar otra vez en falsos dilemas. El último falso dilema fue «shock versus gradualismo» del 10 de diciembre de 2015. Aquella vez, como he señalado en reiteradas oportunidades en este libro, la esencia no era shock versus gradualismo, sino «consistencia versus inconsistencia» del programa económico aplicado. Independientemente de los *timings* y las restricciones políticas y de gobernabilidad de aquel momento. Bien podría haberse anunciado un programa de shock, consistente pero simultáneamente de aplicación gradual.

En la actualidad, hay dando vueltas dos falsos dilemas «a la 10 de diciembre de 2015». Uno es puramente de raíz político-electoral, esbozado en un párrafo anterior: «ajustar versus no ajustar». Se hace eje en que el oficialismo, de ser reelegido, profundizaría el ajuste, mientras que con la oposición se terminará. Cualquiera sea el próximo presidente de la Argentina, antes de ponderar el esfuerzo del eventual ajuste deberá saber de dónde sacará la plata necesaria para afrontar en tiempo y forma las necesidades financieras del Tesoro de, como mínimo, el primer año de gobierno (2020). Será retornando al mercado voluntario de deuda (si el riesgo-país vuelve a una zona apta para la colocación de bonos), recurriendo a

financiamiento extra del FMI, o mediante una combinación de ambos, etc. Plantear «ajuste sí» o «ajuste no» por fuera de este contexto es poner el carro delante de los caballos; es volver a alejarse de la realidad macroeconómica y, una vez más, volver a mentirle a la gente.

El otro falso dilema que flotaba en el ambiente hasta la disrupción post-PASO, ya no de índole político sino de diagnóstico macroeconómico (usado por el oficialismo), era que el ajuste macro (fiscal y externo) ya estaba hecho, a los golpes, producto de la crisis, pero la tarea sucia ya estaba concluida. Y lo que seguía era suplementar el ajuste con un par de reformas estructurales (eventualmente una previsional y una laboral específicamente) para sentarse a cosechar los frutos. Dicho en otros términos, que el Plan Picapiedras de emergencia, con retoques fondomonetaristas de mediano plazo que lo transformen en la segunda etapa de lo hecho hasta ahora, más las reformas laboral y previsional pendientes, iban a ser el marco macro 2020-2023 que sacaría a la economía de la estanflación y eliminaría las incertidumbres cambiarias, financieras y de sostenibilidad de la deuda pública existentes. Claramente, es más complejo que eso. La transición que se inició tras el resultado de las PASO puso de manifiesto la fragilidad de la macroeconomía.

Quienes consideren que el ajuste macroeconómico fiscal y externo (provocado a los golpes por la crisis) ya está hecho, que estamos a la puerta de los superávits gemelos y llega el tiempo de cosechar los frutos de esta corrección, van a estar equivocándose. Primero, porque no son ajustes extrapolables automáticamente hacia delante. Segundo, porque en un futuro programa económico habrá reformas más «evidentes», en las que piensan el actual gobierno y el FMI (como la previsional y la laboral), y otras no tan evidentes, en las que muy pocos (o nadie) piensan y que deberían formar parte de un plan más abarcativo y ambicioso, con más potencia para sacar adelante la economía. Las reformas evidentes son fundamentales, pero las otras también. Y obvio, también tienen sus *timings* y condiciones iniciales, que generarán su éxito *posterior*. Haría eje en un conjunto de reformas «menos evidentes» en el terreno monetario, crediticio, cambiario, tributario y fiscal, no contempladas ni por el Fondo ni por el gobierno actual. Y habrá que ver qué piensa de estas cosas el casi seguro nuevo gobierno. Para

pugnar también por la convergencia fiscal de mediano plazo y los equilibrios macro, y simultáneamente armar el terreno para un despegue más evidente de la actividad económica. Se trata de una recuperación drástica de la confianza, principal activo que ha perdido la política económica (cuadro 24).

Cuadro 24. La agenda mirando hacia 2020

- **El financiamiento del sector público y el acuerdo con el FMI**

→ Acuerdo con el FMI: ¿continúa el vigente o hay nuevo acuerdo? ¿Con plata o sin plata nueva? ¿Qué pedirá el Fondo, qué se puede negociar?
→ Tenedores privados de deuda y sustentabilidad de la deuda hacia el futuro.

- **Las reformas más «evidentes» para el gobierno actual y para el FMI: Plan Picapiedras de mediano plazo más dos reformas**

→ Con visión fiscal: previsional, laboral, relación Nación-provincias, tarifas y subsidios.
→ Con visión orientada al crecimiento económico y a la competitividad: laboral, tributaria (de ordenamiento tributario), sin cambios en la presión fiscal global.
→ Siempre con la mira en seguir mejorando las cuentas fiscales: superávit primario desde 2020 dada la cuenta de intereses.

- **Las reformas menos «evidentes» pero fundamentales, que al momento no se tienen en cuenta**

→ Para un programa de estabilidad: la cuestión de la moneda, el sistema bancario y el mercado cambiario.
→ Discusión: si se va a superávit primario para pagar los intereses de la deuda versus equilibrio primario con baja de impuestos (presión fiscal).

Respecto a los ajustes, el fiscal se sustentó básicamente en licuar el gasto público «licuable» tras dos años de muy alta inflación, en «enganchar» la recaudación a la aceleración inflacionaria y en reponer las retenciones a la exportación. Ninguno de estos tres elementos puede ser considerado un pilar fiscal permanente, de mediano plazo. Es tan difícil que las jubilaciones y los salarios

públicos queden licuados «para siempre» como que la inflación sea un factor estable para recaudar, o que las retenciones en algún momento no tengan que bajar. Ningún país tiene inflación «a propósito» para cerrar sus cuentas. Por lo tanto, el déficit primario «casi» cero de 2019 es un punto de partida, no de llegada (cuadro 25).

Cuadro 25. Ajuste fiscal por licuación del gasto público

	Gasto primario	Inflación	PBI nominal	Ingresos totales	Resultado primario
	Var. %	%	Var. %	Var. %	% PBI
Macri I					
2016	38,2	38,4	38,2	35,4	-4,2
2017	21,8	24,8	29,4	22,6	-3,8
Promedio anual	**30,0**	**31,6**	**33,8**	**29,0**	**-4,0**
Macri II					
2018	23,8	47,6	37,8	30,2	-2,6
2019 (e)	32,1	37,0	41,0	45,8	-0,7
Promedio anual	**28,0**	**42,3**	**39,1**	**38,0**	**-1,7**

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda.

Lo mismo vale para el violento ajuste del sector externo. En términos de la versión caja (no devengada) de ajuste, el corazón de este en la cuenta corriente del balance de pagos fue un colapso importador que es insostenible en el tiempo para un país con pretensión de crecimiento. No tuvo que ver con un salto exportador. Mientras que en la cuenta capital permanece como un factor estructural a pensar el atesoramiento en dólares de los argentinos. No bien la economía dé signos de reanimarse, repuntará inmediatamente la importación. Sin salto exportador o desplome de la dolarización, más pronto que tarde retornará el desbalance de dólares. Es un ajuste hecho a los ponchazos, a la usanza ochentista: conviven un megasuperávit comercial sustentado en un desplome de la importación con un atesoramiento de dólares de la gente demasiado elevado; lo que entra por una puerta, sale por la otra. Este sector externo ajustado no es extrapolable hacia delante (cuadro 26).

Cuadro 26. Un ajuste externo «a las piñas», no sustentable para un país que pretende retomar el crecimiento

EN LA CUENTA CORRIENTE

US$ MM - Base caja	2019 (e)	2017
Cuenta corriente cambiaria	9,0	-18,2
Saldo comercial	19,0	-2,7
Turismo	-5,0	-10,7
Dividendos, intereses	-5,0	-4,8

Cuenta corriente base devengado:
2007: US$ -31,6 MM → 5% del PBI
2019(e): US$ -2 MM → -0,5% del PBI

PERO CON LAS EXPORTACIONES ESTANCADAS Y LAS IMPORTACIONES COLAPSADAS

US$ MM	2019 (e)	Promedio últimos 10 años	Pico	
Exportaciones	68,5	66,6	83,0	→ 2011
Importaciones	53,0	62,5	74,4	→ 2013

EN LA CUENTA CAPITAL CON DOLARIZACIÓN ESTRUCTURAL
(de los propios argentinos, no de un «sudden stop» internacional)

US$ MM	2019 (e)	Últimos años			Promedio últimos 10 años*
		2016	2017	2018	
Atesoramiento total	¿20?	12,3	17,8	19,6	16,0

Acumulado Macri: 70 MM

* Excluye años de cepo cambiario.
Fuente: MacroView en base al Indec y BCRA.

Hasta la propia y última revisión del FMI (cuarta) menciona en el mismo sentido el fundamento (incontinuable a futuro) de estos ajustes de los dos déficits, el fiscal y el externo.

Llegados a este punto, si el próximo período de gobierno hiciera foco en que las reformas más evidentes que están pendientes no son prioridad, que el equilibrio fiscal no es sinónimo de macroeconomía sana, que la premisa es «salir con crecimiento», que repartir y distribuir es lo que hace crecer y recaudar, que el Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES «es un fondo en serio» que puede dar crédito barato de largo plazo, etc., etc., llevaría a un próximo choque, a una nueva recaída y a una nueva desilusión. No es sobreactuando moderación como se arreglan los problemas. Eso dura lo que una campaña y no va a convencer a nadie. Ni a propios ni a ajenos, ni a locales ni a extranjeros.

El camino genuino para la salida de la Argentina es generar el marco macro y organizacional para que, de una vez por todas, sea

viable un proceso de inversión continuo y duradero. Sin una tasa de inversión constante y elevada, estaremos condenados a la frustración recurrente y a elevados porcentajes de población sumida en la pobreza. Un proceso de inversión no significa necesariamente retraer el consumo. Puede encontrarse una dinámica de «justo equilibrio» entre ambas cosas. Invertir no es sinónimo de ajustar el consumo, todo lo contrario.

Respecto a las reformas pendientes harto batalladas, ligadas a lo fiscal y a la competitividad, habrá que pensar qué hacer con: el rojo previsional de 3 puntos del PBI, el rojo de los subsidios (2 puntos del PBI entre Nación y provincias, donde en algunos casos la normalización está todavía a mitad de camino), la relación Nación-provincias (sin que el Tesoro continúe perdiendo recursos), las arcaicas relaciones laborales, la asfixiante presión tributaria con una reforma que está en el medio del río.

Un problema fiscal central es la altísima presión tributaria, 6 puntos del PBI por encima del promedio histórico del decenio 1993-2003 en el sector público nacional y 8 puntos sumando las provincias, subproducto aún, post-Picapiedras, de la herencia recibida. Un número insostenible. Un eslabón de un próximo programa económico debería ser una rebaja relevante de la presión impositiva. Una descompresión de shock. Pero, claro está, tiene que venir encastrada con la convergencia del gasto a niveles financiables y compatibles con un grado de endeudamiento convergente (cuadro 27).

En este sentido, un número que el próximo presidente tiene que conservar en la cabeza es que el nivel del gasto público primario de la Argentina se ubica todavía —algo más, algo menos— 6 puntos del PBI por encima de un nivel financiable (definiendo como financiable el nivel de gasto promedio del sector público nacional del decenio 1993-2003, cuando se registró un equilibrio primario todo el tiempo) (*). Fue un período con el gasto del sector público nacional en 13 puntos del PBI versus los 19 puntos actuales. Había escalado hasta 24 puntos en 2015; en la gestión de Cambiemos se redujo, pero fundamentalmente a fuerza de licuación y aun así sigue muy alto para los parámetros financieros argentinos (cuadro 28).

Cuadro 27. Presión tributaria récord

	1993-2003	2003	2015	2017	2019 (e)	
	Preaumento de presión tributaria	Asume Néstor Kirchner	Fin Cristina Fernández	Macri		
Presión tributaria total / PBI	20,7	22,6	31,1	29,7	28,8	+8
Nación*	17,0	19,2	25,8	24,2	23,8	+6
IVA	6,4	5,6	7,3	7,2	7,3	
Ganancias	3,0	3,9	6,4	5,2	5,6	
Seguridad Social	3,7	2,6	6,7	6,6	5,6	
Comercio exterior	1,2	3,0	1,9	1,3	2,3	
Combustibles	1,1	1,3	0,9	1,0	0,7	
Débitos	0,4	1,6	1,6	1,6	1,6	
Otros	1,3	1,3	1,0	1,3	0,7	
Provincias**	3,7	3,4	5,3	5,5	5,0	

* Recaudación bruta de impuestos nacionales antes de coparticipación a las provincias.

** Recaudación de impuestos provinciales (ingresos brutos, impuesto inmobiliario, sellos, automotores, etc.).

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda.

En esta cruzada de llevar el gasto a niveles financiables aparece el gran desafío del sistema previsional, que cualquier presidente, más el arco político de gobernadores y futuros candidatos a presidentes, deberá tener presente. El gasto en jubilaciones y prestaciones sociales ronda los 11 puntos del PBI. Históricamente, este número oscilaba entre 5 y 6 puntos. El salto se produjo a lo largo de los últimos diez años y vino de la mano de las moratorias previsionales, de las fórmulas de actualización de haberes incompatibles con la capacidad de pago del sistema y, como frutilla de la torta, de la Reparación Histórica (cuadro 29).

La Argentina gasta en previsión prácticamente lo mismo que Alemania o Francia. Estos países tienen esa posibilidad porque acceden fácilmente a financiamiento y a tasas de interés súper bajas para cerrar el *gap*. Se transforma, además, en una discusión de endeudamiento de largo plazo. No es el caso argentino: gastamos en previsión como un país desarrollado (un logro mayúsculo) pero ni siquiera tenemos acceso al mercado internacional de capitales para financiarnos (o sea, el logro se opaca y se transforma en una bomba de tiempo fiscal) y las provincias han dejado de «colaborar» con el

15% de la coparticipación. Las cuentas previsionales cierran solo porque el Tesoro nacional transfiere a ese sector ingresos generales de rentas generales por 6 puntos del PBI. Es decir, el conflicto aquí es la presión fiscal que deja al país fuera de la cancha en materia de competitividad hacia el exterior, o «caro» directamente en materia de producción local.

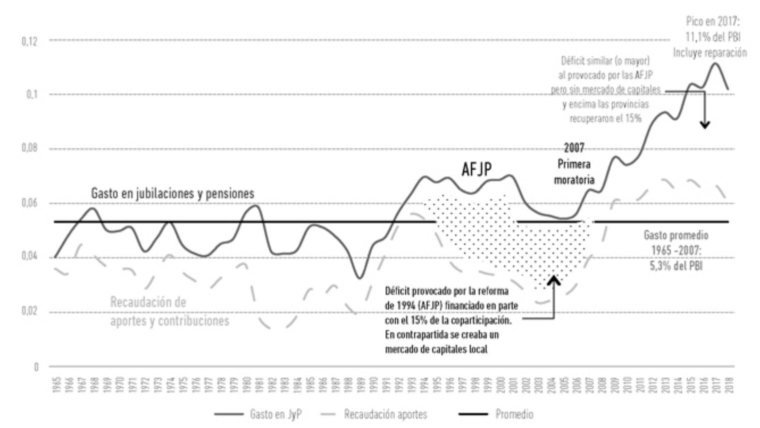
Cuadro 28. Gasto primario 2019 menor que 2015, pero todavía mucho más alto que 2003

En % del PBI	Promedio 1993-2003	Asume Néstor Kirchner 2003	Fin Cristina Fernández 2015	Macri 2017	Macri 2019 (e)	
Gasto primario total (Nación+provincias+municipios)	27,3	26,2	43,2	47,4	38,9	+11 !!
Gasto primario Nación	13,3	13,4	24,0	27,9	19,5	+6
Jubilaciones y pensiones	5,8	5,2	9,0	9,8	8,8	+3
Salarios	2,4	2,3	3,3	3,1	2,7	
Prestaciones sociales	1,8	2,5	2,4	3,4	2,5	
Bienes y servicios	0,8	0,8	1,2	1,0	0,8	
Subsidios corrientes	0,0	0,0	3,4	2,1	1,6	+2
Transf. corrientes a provincias	0,6	0,9	0,5	0,8	0,5	
Gasto de capital	0,8	0,6	2,7	7,3	1,1	
Otros	1,1	1,2	1,5	0,4	1,4	
Intereses	1,6	1,8	1,3	2,1	2,9	
Gasto primario provincias	11,3	10,4	15,6	16,1	16,0	
Gasto primario municipios	2,7	2,4	3,6	3,4	3,4	

+5 puntos
+ 3 pp salarios
+1,5 pp transf. a municipios
+0,5 pp gasto de capital

Fuente: MacroView en base a Ministerio de Hacienda.

Cuadro 29. Gastos del Sistema de Jubilaciones y Pensiones y recaudación de aportes y contribuciones (en % del PBI)



Fuente: MacroView.

Es una situación insostenible, que claramente ha tocado fondo. No es posible seguir tirando de esta soga, mirando para otro lado y enarbolando las banderas de que se les está haciendo un bien a los jubilados. Es hacerse trampa en el solitario. Lo mismo vale para el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de la ANSES. Los gobiernos lo piensan como «un fondo de previsión pública en serio», pero la gran mayoría de sus inversiones son títulos públicos del propio gobierno, que está lidiando con los números fiscales y préstamos de dudosa rentabilidad y/o cobrabilidad.

En síntesis, la historia jubilatoria argentina ha terminado históricamente en licuaciones por las malas, dadas las pésimas administraciones, el populismo y la emocionalidad. Su indexación «política» de la década pasada «elonga», a diferencia de la historia, soluciones equivalentes que terminan imponiendo la realidad.

Además de las reformas fiscales «evidentes» , simultáneamente habrá que apuntar a otras reformas («menos debatidas», más difíciles) vinculadas a la estabilidad monetaria y al mercado cambiario. Por un lado, está el régimen monetario en sí mismo: acá la premisa es si la apuesta seguirá siendo ciento por ciento recuperar el peso como moneda de ahorro, o explorar un régimen alternativo de convivencia con otras posibles, que sopese el factor estructural bimonetario de la economía argentina. La dolarización argentina acarrea un doble problema: uno es el debilitamiento del peso y el otro es una dolarización «blanca, legal y declarada impositivamente» que prácticamente no queda en el sistema

bancario, y lo que queda prácticamente no genera crédito al sector privado (se trató en el capítulo 3 de la Parte II). La pregunta concreta es si en el mejor de los casos un plan de mediano plazo, con varios años por delante en la búsqueda de estabilidad, va a coincidir o no con la velocidad de paciencia histórica de la sociedad argentina para volver a creer en el peso y en su sistema bancario.

En paralelo está el análisis del sistema bancario: quedó planteado más arriba que, cuando el próximo presidente asuma, puede pasar que el 75% de los depósitos totales del sistema esté fuera del circuito del crédito, encajado o en Leliq (entre remunerado y no, entre no voluntario y voluntario); marcaría un horizonte con escaso o nulo crédito. Y por último está el andar del mercado cambiario, que no opera sobre bases estables, con la demanda de dólares para atesorar demasiado alta e importaciones y exportaciones demasiado bajas. Son otro tipo de reformas diferentes a las fiscales, pero igual de relevantes, igual de impostergables y que tienen que fundirse en un programa económico integrado.

Merece un párrafo especial el vínculo con el FMI. En la transición hacia el 10 de diciembre hay desafíos cambiarios y financieros que pueden tensar los contenidos del Acuerdo. Es clave para el financiamiento del sector público de corto plazo que el Fondo mantenga el cronograma de desembolsos tal como está programado (especialmente el de septiembre, por US$ 5,4 MM). Y habrá que ver, en función de la dinámica de la transición, cómo sigue la relación con ese organismo: si se realiza un empalme con el Acuerdo que rige desde octubre de 2018, si se negocia una suspensión para barajar y dar de nuevo, o si —en el extremo— hay una ruptura. Esto es clave para el financiamiento y para otorgarle un marco al próximo programa económico.

Con un eventual «nuevo acuerdo», la Argentina podría obtener un poco más de plata fresca del FMI si se replicara el antecedente del préstamo otorgado a Grecia, que llegó a 15 veces la cuota de ese país en el organismo (sujeto a que el Directorio del Fondo respalde políticamente esa iniciativa). En ese caso, serían unos US$ 10 MM adicionales que servirían como puente financiero para 2020. A cambio, las metas serían más amplias: no solamente las fiscales, monetarias y cambiarias, sino también las reformas estructurales. En las actuales circunstancias hay que pensar que no será nada

sencillo que la Argentina retorne al mercado voluntario de deuda en un horizonte cercano.

El manejo de la deuda pública con los acreedores privados estará en la mesa de discusión política, así como en la negociación con el FMI. La Argentina no puede (ni ningún país) permanecer fuera del mercado de crédito voluntario de manera permanente.

En algún momento, y de mantenerse el Acuerdo (no es descartable que sea antes de un nuevo gobierno), el FMI pondrá sobre la mesa el tema de la deuda (siempre mirando de reojo el riesgo-país). La cabeza del Fondo está «chipeada» con la fórmula *stress test: «debt sustainability path»*. Considera sostenible una deuda cuando el superávit fiscal primario necesario para estabilizar el nivel de deuda pública es económica y políticamente factible de alcanzar y mantener en el tiempo. Simplificadamente, en el modelo estándar del Fondo, a un país le alcanza con tener equilibrio fiscal primario para mantener el tamaño de la deuda pública estable solo si la tasa de interés que paga es igual al crecimiento del PBI. Por lo tanto, si la tasa de interés es más alta que la tasa de crecimiento económico, el país debe tener un superávit primario mínimo «x». Esta fórmula la aplica en Grecia, Ucrania, Portugal o en la Argentina. Sobre este tema y aplicado estrictamente al caso argentino, el Fondo habla en sus revisiones de «*is sustainable but not with high probability*». En la matemática fondomonetarista el país requeriría superávit fiscal primario, incluso por encima del punto del PBI que aparece para 2020 en el Acuerdo. Por lo tanto, para 2020 el *stress test* no cierra. Por eso, el FMI lo ha analizado para el período largo de 2020-2024, no año por año. Ahí sí está forzado a cerrar. La tensión financiera y sobre la deuda pública, que se disparó tras el resultado de las PASO, aceleró los tiempos y puso el tema de la deuda en el centro de la escena.

Llegados aquí, debo realizar una confesión. Hace 30 años, joven y parcialmente equivocado, pensaba que contar con un programa económico integral y consistente era suficiente para encontrar la solución de la economía argentina. 30 años después no cambié de parecer respecto a la consistencia e insustituibilidad de un programa macro. Pero ahora, con más años en el lomo, como aquel jugador que de repente corre menos pero ha aprendido a caminar la cancha, he llegado a la conclusión de que con eso solo resulta

insuficiente. El próximo 10 de diciembre de 2019, un programa integral y consistente será condición necesaria pero no suficiente. El próximo presidente tendrá que pivotar además, sí o sí, sobre un cuadrilátero de gobernabilidad. En el primer vértice estará el programa económico completo, integral, abarcador de todos los problemas y de todos los desafíos mencionados en los párrafos previos, y que además acierte en las prioridades y los *timings*. Contar con el programa adecuado será fundamental, determinante, y marcará el devenir del gobierno. Pero no alcanza.

Al programa habrá que dotarlo de respaldo y viabilidad política. Este es el segundo vértice del cuadrilátero. El próximo gobierno puede no contar con mayorías parlamentarias. Sin una conexión directa y fluida con el Parlamento, los referentes de la oposición, los gobernadores y las organizaciones empresarias, sindicales y sociales, el programa económico no tendrá plafón. Será clave entonces, además de tener un programa, contar con acuerdos con los otros líderes políticos, como ocurrió en algún momento histórico de la Argentina y como ocurre ahora mismo en Brasil. O sea, «espadas» en el Congreso, acuerdos de gobernabilidad, conversaciones y relaciones personales. Decentes y transparentes, que claramente sean parte de la nueva política y del cambio de cultura. No son contradictorios. No es tirar la política por la ventana. Habrá que explicar y saber «vender» las reformas, defenderlas, apuntalarlas sin necesidad de mentir (cuadro 30).

Cuadro 30. El cuadrilátero de la gobernabilidad

Los contenidos de un Programa Económico Integral y consistente

Un acuerdo con el FMI «disciplinador» y flexible a la vez (más los acreedores enbonos)

ARGENTINA 2020-2023

El canal con la Justicia (negociación con la Corte)

El paraguas de la política (una masa crítica parlamentaria y de consensos, el rol de los gobernadores, sindicatos, etc.)

Y aun con programa económico y viabilidad política todavía falta. Además, habrá que tejer la comprensión y el equilibrio jurídico en los distintos estamentos judiciales y, en el extremo, en la

Corte Suprema, para la validación de leyes y decisiones que será necesario impulsar. Habrá que encontrar el camino legal, en el correcto sentido de la palabra, para que la Justicia no se convierta en un escollo de las reformas económicas que se impulsen. Esto no significa avanzar contra la Justicia ni perder el respeto por las instituciones. Es saber que cualquier reforma a futuro tendrá que lidiar, en cada lugar donde se quiera modernizar, con los intereses enquistados, sobre la base de «kioscos» y negocios que irán por el «no innovar», apelando todo lo posible. Se trata, entonces, de que el Poder Judicial incorpore en sus fallos la lógica y las restricciones económicas de las reformas.

Con el programa amalgamado, el respaldo político y parlamentario aceitado y el aval jurídico como paraguas, habrá que negociar con el FMI el nuevo acuerdo, más integral, más de largo plazo, donde sea el país, el propio gobierno, quien lo ponga sobre la mesa. El FMI deberá entender y acompañar, dentro del esquema capitalista occidental —con los pies dentro del plato—, que esta vez la propuesta debe ser algo más que el Plan Picapiedras ahora extendido a mediano plazo, más dos reformas estructurales, pensando que el paso del tiempo resolverá las cosas. Ese será un camino extenuante y muy doloroso. Será muy difícil crecer. Este es el cuarto vértice del cuadrilátero de la gobernabilidad 2020-2023. O sea, programa-política-Justicia-FMI. Solo con un programa (por más sólido que sea) no alcanzará. Pero sin un programa será directamente inviable avanzar a pie firme.

Para terminar, en la Argentina de las últimas décadas hubo dos «modelos» económicos antagónicos que reactivaron fuerte la economía durante un lapso prolongado: la Convertibilidad entre 1991 y 1998, y la política macro heterodoxa aplicada entre 2003 y 2010, aplicada luego de una convulsión y en una década emergente y latinoamericana brillante, influida económicamente por extraordinarias condiciones en los precios de los *commodities*. Es mejor buenos precios internacionales que bajas tasas. Por lo menos hasta graduarse. Obvio que bajas tasas también son bienvenidas. Y mucho más buenos precios y bajas tasas, que es lo que justamente ligó, en comparación con la historia, la década precedente.

La primera experiencia terminó en un colapso entre 1999 y 2002 que «devolvió» gran parte del crecimiento acumulado en la previa:

el muy bajo PBI per cápita de 2002 era apenas 7% más alto que el bajísimo de 1990. La segunda experiencia se montó en el camino de ida al colapso económico de 1999-2002. Ese proceso terminó en el languidecimiento de 2012-2015 y en los problemas para salir adelante de estos años. Ninguna de las dos experiencias tuvo un final feliz. Al contrario, se pagaron costos sociales muy importantes.

El 10 de diciembre de 2019 habrá una nueva oportunidad para la Argentina. Por lo tanto, resulta indispensable que el presidente que asuma tenga muy en claro desde el principio qué camino económico va a seguir (qué programa) y cómo construirá el cuadrilátero de gobernabilidad para salir adelante. No contará o será muy efímero cualquier tipo de luna de miel, ni tendrá la chance de la prueba y el error que una primera experiencia de mala praxis suele tener.

Deberá prepararse y mentalizarse con tiempo porque habrá que acertar de entrada. Tener presente los aciertos y errores del pasado para no repetirlos. La idea acerca de encarar el proceso integral que incluya el cuadrilátero es fundamental. Y dentro de él y en lo que a la disciplina económica atañe, la búsqueda de la consistencia y reforma profunda del sistema económico de la Argentina. Será clave la confianza.

Quiero terminar reiterando la enseñanza aprendida desde pequeño en la propia casa: el crédito es algo que tarda mucho en construirse, pero se pierde muy fácilmente. Hay que cuidarlo. Será sagrado para la próxima experiencia. Ojalá así sea.

---

* Es la situación de la Administración central. La misma cuenta a nivel provincial hablaría de otros 5 puntos originados como consecuencia del aumento de los fondos recibidos entre 2016 y 2019 que, entre otros, corresponden a la devolución de la coparticipación federal.



¡Seguinos!

